



**University of  
Zurich**<sup>UZH</sup>

**Zurich Open Repository and  
Archive**

University of Zurich  
University Library  
Strickhofstrasse 39  
CH-8057 Zurich  
[www.zora.uzh.ch](http://www.zora.uzh.ch)

---

Year: 2014

---

## **Systemrisiko aus dem Hypothekargeschäft**

Mauchle, Yves

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich

ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-105537>

Book Section

Originally published at:

Mauchle, Yves (2014). Systemrisiko aus dem Hypothekargeschäft. In: Von der Crone, Hans Caspar; Rochet, Jean-Charles. Finanzstabilität: Status und Perspektiven. Zürich: Schulthess Verlag, 291-336.

Band 112

# Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht

Herausgegeben von  
Prof. Dr. Dieter Zobl  
Prof. Dr. Rolf H. Weber  
Prof. Dr. Rolf Sethe

Hans Caspar von der Crone/Jean-Charles Rochet (Hrsg.)

## Finanzstabilität: Status und Perspektiven

Band 112

# **Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht**

Herausgegeben von

Prof. Dr. Dieter Zobl

Prof. Dr. Rolf H. Weber

Prof. Dr. Rolf Sethe

Hans Caspar von der Crone/  
Jean-Charles Rochet (Hrsg.)

## **Finanzstabilität: Status und Perspektiven**

Schulthess § 2014

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, vorbehalten. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme.

© Schulthess Juristische Medien AG, Zürich · Basel · Genf 2014  
ISBN 978-3-7255-7143-7

[www.schulthess.com](http://www.schulthess.com)

# Inhaltsübersicht

<b>Aktuelle Entwicklungen im Bereich der Finanzstabilität</b>	<b>1</b>
<i>Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone, LL.M. (Yale), Ordinarius für Privat- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich, Rechtsanwalt</i>	
<i>Simon Bühler, Rechtsanwalt, M.A. HSG in Law, B. A. HSG in Economics, Assistent und Doktorand am Rechtswissenschaftlichen Institut der Universität Zürich</i>	
<b>Umsetzung von Basel III in der Schweiz</b>	<b>45</b>
<i>Dr. iur. Reto Schiltknecht, Rechtsanwalt, Leiter Solvenz und Kapital im Geschäftsbereich Banken, Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Bern</i>	
<b>Leverage Ratio Versus Risk Weighted Assets</b>	<b>67</b>
<i>Prof. Dr. Jean-Charles Rochet, Ordinarius am Institut für Banking und Finance an der Universität Zürich</i>	
<b>Risikogewichtete Aktiva (RWA) – Really Weird Accounting?</b>	<b>83</b>
<i>Rainer Baisch, Dipl.-Kfm. univ., MLaw, Assistent und Doktorand am Rechtswissenschaftlichen Institut der Universität Zürich</i>	
<b>Competition for Talent, Bankers' Pay and Financial Fragility</b>	<b>133</b>
<i>Prof. Dr. Claire Célérier, Assistenzprofessorin am Institut für Banking und Finance an der Universität Zürich</i>	
<b>Vergütung von Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitgliedern bei SIFIs: Praktische Aspekte</b>	<b>145</b>
<i>Prof. Dr. Peter Nobel, em. Ordinarius für schweizerisches und internationales Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich, Rechtsanwalt</i>	
<b>«Bonus Bonds» als Vergütungsinstrument: Konzeption und rechtliche Rahmenbedingungen in der Schweiz</b>	<b>187</b>
<i>Dr. Damian Fischer, LL.M. (Stanford), Rechtsanwalt, Habilitand am Rechtswissenschaftlichen Institut der Universität Zürich</i>	

**“Bonus Bonds” as a New Means of Remuneration: A Comparative Overview of Standards and Practices in the EU and the U.S.** 225

*Moritz Seiler, Rechtsanwalt, lic. iur., Assistent und Doktorand am Rechtswissenschaftlichen Institut der Universität Zürich*

**Rechtliche Rahmenbedingungen der Bankenabwicklung: Drei Szenarien als hypothetische Testfälle des Schweizer Bankenabwicklungsregimes** 267

*Prof. Dr. Seraina Grünwald, Assistenzprofessorin für Finanzmarktrecht an der Universität Zürich, Rechtsanwältin*

**Systemrisiko aus dem Hypothekengeschäft** 291

*Yves Mauchle, Rechtsanwalt, M.A. HSG in Law and Economics, Assistent und Doktorand am Rechtswissenschaftlichen Institut der Universität Zürich*

**The Counter-Cyclical Capital Buffer of Basel III: Does it affect Mortgage Pricing?** 337

*Christoph Basten, PhD, Ökonom bei der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA*

*Cathérine Koch, PhD, Ökonomin bei der Bank for International Settlements (BIS)*

# Systemrisiko aus dem Hypothekargeschäft

Yves Mauchle

## Inhalt

I.	Einleitung	293
II.	Von der Immobilienkrise zur Bankenkrise – drei Fälle der jüngeren Wirtschaftsgeschichte	295
	A. Schweizerische Regionalbankenkrise (1991–1996)	295
	1. Entwicklung des Immobilienmarkts	295
	2. Folgen für die Finanzbranche	298
	3. Bewältigung der Krise	300
	B. Japanische Bankenkrise (1990–2002)	301
	1. Entwicklung des Immobilienmarkts	302
	2. Folgen für die Finanzbranche	303
	3. Bewältigung der Krise	304
	C. Globale Finanzkrise (2007–2009)	304
	1. Entwicklung des Immobilienmarkts	305
	2. Folgen für die Finanzbranche	306
	3. Bewältigung der Krise	308
	D. Gemeinsamkeiten und Unterschiede der Krisen	309
III.	Hypothekargeschäft als Quelle systemischen Risikos	310
	A. Systemisches Risiko	310
	B. Wirkungszusammenhänge einer Hypothekenkrise	311
	C. Begrenzte Rationalität und der «Sperrklinkeneffekt»	314

IV.	Aktuelle juristische und ökonomische Aspekte des schweizerischen Hypothekargeschäfts	317
A.	Entwicklung	317
B.	Regulierung	320
1.	Antizyklischer Kapitalpuffer als makroprudenzielle Massnahme	320
2.	Standesregeln der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg)	322
3.	Exceptions to Policy (ETP)	323
4.	Zusätzliche nachfrageseitige Massnahmen?	324
C.	Steuerliche Bestrafung der Amortisation	325
D.	Personalhaftung vs. reine Realhaftung	328
E.	Verbriefung von Hypothekarforderungen	329
1.	Verbriefungsboom der 2000er-Jahre	329
2.	Schweizerisches Pfandbriefwesen	330
3.	Pfandbriefe und verbrieft US-Hypothekarforderungen in der globalen Finanzkrise	331
4.	Grundregel: «Skin in the Game»	332
V.	Zusammenfassung und Schlussbemerkungen	334



## I. Einleitung\*

Im Jahr 1696 führte König WILLIAM III. in England und Wales eine Fenstersteuer ein.<sup>1</sup> Die Bürger sollten nach ihrer wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit besteuert werden.<sup>2</sup> Eine direkt auf dem Einkommen erhobene Steuer war in der damaligen Zeit jedoch zu kontrovers, unter anderem weil die damit verbundene Offenlegung des persönlichen Einkommens nach der vorherrschenden Ansicht einen «inquisitorischen» Eingriff in die Privatsphäre darstellte.<sup>3</sup> Deshalb setzte der Gesetzgeber zur Einschätzung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit bei den Immobilien an: Neben einem Basissteuersatz von zwei Shilling pro Haus war mit zunehmender Anzahl Fenster eine höhere Steuer zu entrichten.<sup>4</sup> Die im Verlauf der Zeit zunehmend unpopulär<sup>5</sup> gewordene «Steuer auf Licht und Luft» führte dazu, dass die Hauseigentümer die Fenster zumauerten. Ebenso wurden nahezu fensterlose Mietskasernen gebaut. Mitte des 19. Jahrhunderts wurde die Fenstersteuer abgeschafft. Veränderungen in der Wohnarchitektur bleiben jedoch als Zeugen ihrer Zeit bis heute erhalten.

---

\* Zu danken habe ich Prof. Dr. HANS CASPAR VON DER CRONE für die wertvollen Anregungen und RA SIMON BÜHLER, B.A. HSG in Economics, für die kritische Durchsicht des Manuskripts. Sämtliche Internetquellen wurden zuletzt am 30. September 2014 abgerufen. Etwaige Bemerkungen werden gerne entgegengenommen (mauchle@mauchle-legal.ch).

<sup>1</sup> Die Steuer sollte zur Sanierung des Staatshaushalts beitragen: WILLIAM III, An Act for granting to His Majesty severall Rates or Duties upon Houses for making good the Deficiency of the clipped Money (Chapter XVIII. Rot. Parl. 7 & 8 Gul. III. p. 5 no. 4), 1695–1696, in: Statutes of the Realm, Bd. 7, 1695–1701 (1820), 86–94, <<http://www.british-history.ac.uk/report.aspx?compid=46825>>.

<sup>2</sup> ANDREW W. GLANTZ, A Tax on Light and Air: Impact of the Window Duty on Tax Administration and Architecture, 1696–1851, Penn History Review 15 (2008), 18–40, 19.

<sup>3</sup> Vgl. JOHN STUART MILL, Principles of Political Economy with some of their Applications to Social Philosophy, London 1848, Buch V, Kapitel 3, Abschnitt 15 ff.

<sup>4</sup> Das Steuergesetz wurde stetig weiterentwickelt und erreichte beachtliche Komplexität: GLANTZ (Fn. 2), 20 f.

<sup>5</sup> Siehe z.B. Memoriall for the Ministers of the Church of Scotland with regard to the Tax on Windows, 1765, Transkript, <[http://www.nationalarchives.gov.uk/pathways/citizenship/rise\\_parliament/transcripts/window\\_tax.htm](http://www.nationalarchives.gov.uk/pathways/citizenship/rise_parliament/transcripts/window_tax.htm)>.

Die Geschichte der Fenstersteuer untermauert eine zwar triviale, aber umso wichtigere Aussage: *Rechtliche (Fehl-)Anreize können zu einer ungewollten Verhaltensänderung von Rechtssubjekten führen.* Die Anreizproblematik ist nicht nur bei steuerlichen Rechtssetzung, sondern bei der Ausgestaltung der gesamten Rechtsordnung zu beachten.

Fehlanreize können auch auf dem Immobilienmarkt und insbesondere im Hypothekengeschäft spielen. Die inländischen Hypotheken sind mit einem Volumen von knapp CHF 900 Mia. das mit Abstand wichtigste Kundenkreditgeschäft der schweizerischen Banken und im kontinuierlichen Wachstum begriffen.<sup>6</sup> Begleitend zu dieser Expansion des Kreditvolumens veröffentlichten die Medien regelmässig alarmistische Schlagzeilen über die Entwicklung am Immobilienmarkt, zum Beispiel:

«Achtung, Immobilienblase in der Schweiz?» (NZZ, 2. November 2011)

«Der Schweiz droht ein Hypothekendesaster» (Tagesanzeiger, 12. Mai 2013)

«Immobilien: Platzt jetzt die Blase?» (Handelszeitung, 27. März 2014)

Im vorliegenden Aufsatz wird der Frage nachgegangen, inwiefern das Hypothekengeschäft ein systemisches Risiko darstellt und in welchen Rahmenbedingungen und Anreizstrukturen dieses Geschäft spielt. Zu Beginn werden drei Hypothekenkrisen der letzten 30 Jahre dargestellt: die schweizerische Regionalbankenkrise, die japanische Bankenkrise und die US-Subprime-Krise (Abschnitt II). Darauf werden in Abschnitt III grundlegende Ursachen und Wirkungszusammenhänge einer Hypothekenkrise aufgezeigt. In Abschnitt IV findet sich eine Darstellung der aktuellen Entwicklung und Regulierung des schweizerischen Hypothekengeschäfts, gefolgt von einer Diskussion ausgewählter Anreizproblematiken unter besonderer Berücksichtigung der schweizerischen Rechtsordnung. Am Ende steht eine Zusammenfassung mit abschliessenden Bemerkungen (Abschnitt V).

---

<sup>6</sup> Schweizerische Nationalbank, Die Banken in der Schweiz, Statistik 2013 (98. Jahrgang), Zürich 2014, 17.

## II. Von der Immobilienkrise zur Bankenkrise – drei Fälle der jüngeren Wirtschaftsgeschichte

### A. Schweizerische Regionalbankenkrise (1991–1996)

In der ersten Hälfte der 1990er-Jahre mussten die Schweizer Banken eine schwere Krise überstehen. Zum einen bedrohte die Liberalisierung und damit verbundene Auflösung von Kartellabsprachen<sup>7</sup> die ertragsschwächeren Banken,<sup>8</sup> zum anderen führte ein Rückgang der inländischen Immobilienpreise zu Verlusten im Hypothekengeschäft. Besonders betroffen waren die geografisch wenig diversifizierten Regionalbanken. Nach dem Zusammenbruch der *Spar- und Leihkasse Thun* fand eine umfassende Bereinigung und Konsolidierung statt, die als «Regionalbankenkrise» in die schweizerische Wirtschaftsgeschichte einging. Die Bankenkrise ging mit einem Konjunkturabschwung einher.

#### 1. Entwicklung des Immobilienmarkts

In den 1980er-Jahren erlebte der schweizerische Immobilienmarkt einen starken Aufschwung: Im Segment der Einfamilienhäuser verdoppelten sich die Preise.<sup>9</sup> Verstärkt wurde der Immobilienboom durch die freizügige Kre-

---

<sup>7</sup> Die Kartellabsprachen unter dem Schirm der Schweizerischen Bankiervereinigung wurden zum Teil freiwillig, zum Teil aus rechtlicher Notwendigkeit aufgelöst. Wegweisend war BGE 117 Ib 481 vom 25. Oktober 1991. Darin stützte das Bundesgericht eine Verfügung des Eidgenössischen Volkswirtschaftsdepartements, in der die «Konvention IV betreffend einheitliche Gebührenrechnung für offene Depots» der Schweizerischen Bankiervereinigung aufgehoben wurde.

<sup>8</sup> Vgl. CHRISTIAN MEIER, *Lehren aus Verlusten im Kreditgeschäft Schweiz*, Diss. Zürich 1996, 3. Aufl., Bern/Stuttgart/Wien 1998 (=Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen, Bd. 219), 29 f.

<sup>9</sup> Basel Committee on Banking Supervision, *Bank Failures in Mature Economies*, Bank for International Settlements (BIS) Working Paper No. 13, Basel, April 2004, 44. Bei den Geschäftsliegenschaften fand eine ähnliche Entwicklung statt.

ditvergabe der Banken, welche durch einen Geldmengenüberschuss begünstigt wurde.<sup>10</sup>

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) führte nach dem Zusammenbruch des Aktienmarkts im Jahr 1987 die bereits eingeschlagene expansive Geldpolitik auch im Jahr 1988 fort.<sup>11</sup> Fast gleichzeitig erfolgten zwei signifikante Veränderungen im Finanzsystem: Die Einführung des Swiss Interbank Clearing (SIC) und die Verbreitung von Geldautomaten. Ausserdem traten am 1. Januar 1988 neue Liquiditätsvorschriften in Kraft, wodurch die Banken ihre Giro Guthaben bei der Nationalbank reduzieren konnten. Obwohl sich die SNB den Entwicklungen bewusst war, unterschätzte sie das tatsächliche Ausmass des Rückgangs der Geldnachfrage.<sup>12</sup> Dies führte zu einem Geldmengenüberschuss, der im Jahr 1989 einen Anstieg der Inflationsrate auf rund 5 % zur Folge hatte.<sup>13</sup> Zwecks Bekämpfung der überhöhten Teuerungsrate wurden Massnahmen zur Verringerung der Geldmenge getroffen, namentlich eine Erhöhung des Diskontsatzes von 3,5 % im Jahr 1988 bis auf 7,0 % im Jahr 1990.<sup>14</sup>

Dies führte zu einem Preisschock auf dem äusserst zinssensitiven<sup>15</sup> Immobilienmarkt. Bei der Übertragung einer Zinsänderung vom Geld- bzw. Kapitalmarkt auf den Immobilienmarkt spielen verschiedene Mechanismen.<sup>16</sup> Ins

---

<sup>10</sup> Vgl. FRANK BODMER, Ausmass und Gründe der Wirtschaftskrise der 90er Jahre, WWZ-Forschungsbericht 06/04-c, Basel, August 2004, 9; URS EMCH/HUGO RENZ/RETO ARPAGAU (Hrsg.), Das schweizerische Bankgeschäft, 7. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2011, Rz. 1006.

<sup>11</sup> Siehe die detaillierte Analyse der geldpolitischen Ereignisse bei GEORG RICH, Die schweizerische Teuerung: Lehren für die Nationalbank, in: Schweizerische Nationalbank (Hrsg.), Geld, Währung und Konjunktur: Quartalsheft 1/1992, 73–88, 75 ff.

<sup>12</sup> MICHEL PEYTRIGNET, Die Geldmenge als monetäres Zwischenziel, in: Schweizerische Nationalbank (Hrsg.), Die Schweizerische Nationalbank 1907–2007, Zürich 2007, 254–273, 261.

<sup>13</sup> ANNE KLEINWEFERS LEHNER, in: Schweizerische Nationalbank (Fn. 12), 247–254, 249.

<sup>14</sup> Schweizerische Nationalbank, Historische Zeitreihen 4: Zinssätze und Renditen, Zürich, November 2007, 25.

<sup>15</sup> Siehe PHILIPP HALBHERR/JUERG TOBLER, Bei hohen Zinsen geht nichts mehr, in: Immobilien – besondere Güter?, Sonderbeilage zur Neuen Zürcher Zeitung, 15. November 1993, 33.

<sup>16</sup> Siehe MEIER (Fn. 8), 28 f.

Gewicht fällt insbesondere, dass sich der Preis von (Rendite-)Immobilien aus ihrem Ertragswert ableitet. Mit anderen Worten erhält man den Wert einer Renditeliegenschaft, wenn man die zu erwartenden Netto-Cashflows mit einem risikoadjustierten Kapitalmarktzinssatz diskontiert.<sup>17</sup> Wenn nun der zugrundeliegende Kapitalmarktzinssatz steigt, sinkt der Ertragswert der Liegenschaft. Die Kapitalmarktrendite wirkt somit invers auf den Immobilienpreis: Erhöhungen des Zinssatzes führen *ceteris paribus* zu einer Preisminderung, während Zinssenkungen in einer Preissteigerung resultieren.<sup>18</sup>

Parallel zu den Zinssatzerhöhungen durch die Nationalbank wurden per 6. Oktober 1989 drei dringliche Bundesbeschlüsse zum Bodenrecht in Kraft gesetzt. Ziel der Sofortmassnahmen war es, «die Spekulationsmentalität auf dem Bodenmarkt zu brechen, Auswüchse zu bekämpfen, die Nachfrage nach Boden kurzfristig zu dämpfen und [...] das Angebot an baureifem Land zu vergrössern.»<sup>19</sup> Zwar können diese Bundesbeschlüsse nicht als direkte Ursache des Preisrückgangs der Immobilien bezeichnet werden, wohl aber wirkten sie als Katalysator.<sup>20</sup>

<sup>17</sup> Vgl. HALBHERR/TOBLER (Fn. 15), 33. Für eine ausführliche Abhandlung der Discounted-Cashflow-Bewertung bei Immobilien siehe ASWATH DAMODARAN, *Investment valuation*, 3. Aufl., Hoboken NJ 2012, 740 ff.

<sup>18</sup> Unter der (in der Regel realistischen) Annahme, dass sich Landpreise schnell anpassen, ist noch nicht begründet, weshalb sich bei einer Preisanpassung die effektive Nachfrage nach Bauleistungen verändert. Die Erklärung liegt darin, dass Zinssatzerhöhungen für Bauunternehmer und Vermieter ein Liquiditätsproblem schaffen. Da Mieteinnahmen langfristig wachsen, ist der Ertragswert einer Liegenschaft grösser als der Kapitalwert der aktuellen Mieteinnahmen. Vermieter müssen deshalb regelmässig anfängliche Mindereinnahmen in Kauf nehmen, die sie durch einen späteren Anstieg der Mietzinse kompensieren können. Wegen der konjunkturdämpfenden Wirkung eines Zinsanstiegs wird die anfängliche Verlustphase jedoch verlängert, da die Mieteinnahmen nicht wie erwartet steigen. Ferner führen die höheren Zinsen bei fremdfinanzierten Immobilienprojekten zu einem grösseren Geldabfluss. Vgl. HALBHERR/TOBLER (Fn. 15), 33 a. E.

<sup>19</sup> Botschaft des Bundesrates über bodenrechtliche Sofortmassnahmen im Siedlungsbereich vom 6. Oktober 1989, BB1 1989, Bd. III, 169–231, 171. Vorgesehen waren unter anderem eine Sperrfrist für die Veräusserung nichtlandwirtschaftlicher Grundstücke, eine Belehnungsgrenze sowie Anlagevorschriften für Pensionskassen. Die Bundesbeschlüsse wurden per 1. Januar 1995 aufgehoben.

<sup>20</sup> Vgl. MEIER (Fn. 8), 29.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die Immobilienpreise in den 1980er-Jahren stark anstiegen und ihren Höhepunkt 1989–1991<sup>21</sup> erreichten. In den 1990er-Jahren fielen die Preise etwa um 20–30% auf das Niveau Mitte der 1980er.

## 2. *Folgen für die Finanzbranche*

Als die Immobilienpreise fielen, gerieten einige Banken in Solvenzprobleme. Der Druck setzte auf beiden Bilanzseiten an. Auf der Aktivseite konnten zahlreiche Kreditnehmer, namentlich Privathaushalte und KMUs, ihre Zahlungen nicht leisten, da sie in eine Schere zwischen höheren Zinszahlungen und konjunkturbedingt tieferen Einnahmen gerieten.<sup>22</sup> Die fallenden Immobilienpreise führten dazu, dass Grundpfandverwertungen die ausgefallenen Forderungen nicht deckten. Dies hatte nach Schätzungen der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK)<sup>23</sup> zur Folge, dass die Schweizer Banken zwischen 1991 und 1996 Kredite im Umfang von CHF 42 Mia. abschreiben mussten. Dies entsprach rund 8,5% des inländischen Kreditvolumens. Auf der Passivseite hatten die Banken zunehmende Schwierigkeiten, ihre Finanzierung mit günstigen Spareinlagen aufrechtzuerhalten. Sie waren deshalb veranlasst, sich mit mittelfristigen Anleihensobligationen und Pfandbriefdarlehen<sup>24</sup> zu refinanzieren.<sup>25</sup>

Besonders hohe Verluste hatten die Grossbanken hinzunehmen. Rund CHF 30 Mia. mussten abgeschrieben werden, was einem Anteil von knapp 13% des inländischen Kreditvolumens der Grossbanken entsprach.<sup>26</sup> Die Portfolios der Grossbanken waren jedoch ausreichend diversifiziert: Sie

---

<sup>21</sup> Die verschiedenen Immobilien-Subindizes durchliefen ihren Höchststand zu unterschiedlichen Zeitpunkten; siehe Basel Committee on Banking Supervision (Fn. 9), 44.

<sup>22</sup> Basel Committee on Banking Supervision (Fn. 9), 46; URS W. BIRCHLER, in: Schweizerische Nationalbank (Fn. 12), 422–433, 424.

<sup>23</sup> Die Schätzungen der EBK werden zitiert in Basel Committee on Banking Supervision (Fn. 9), 46.

<sup>24</sup> Zur Verbriefung von Hypothekarforderungen siehe hinten IV.E.

<sup>25</sup> Basel Committee on Banking Supervision (Fn. 9), 46.

<sup>26</sup> Basel Committee on Banking Supervision (Fn. 9), 46 f.

konnten die Verluste mit Erträgen aus anderen Sparten und insbesondere mit dem Auslandgeschäft wettmachen.<sup>27</sup> Im Gegensatz dazu waren die auf das lokale Zinsdifferenzgeschäft fokussierten Kantonal- und Regionalbanken<sup>28</sup> vor erhebliche Probleme gestellt.<sup>29</sup>

In Schieflage geraten war auch die *Spar- und Leihkasse Thun*. Diese Kleinbank mit einer Bilanzsumme von CHF 1,1 Mia.<sup>30</sup> und rund 46'000 Einlagekonten war lokal verankert und für den regionalen Geschäftsverkehr von Bedeutung.<sup>31</sup> Am 3. Oktober 1991 verfügte die Eidgenössische Bankenkommision aufgrund von Refinanzierungsproblemen und Verdacht auf Überschuldung die Schliessung der Schalter und Bankomat-Stellen der *Spar- und Leihkasse Thun*.<sup>32</sup> Darauf beschloss die EBK am 18. Oktober 1991 den Bewilligungsentzug, worauf die Bank zwingend aufgelöst werden musste (vgl. Art. 23<sup>quinquies</sup> BankG).<sup>33</sup> Die Auszahlung eines ersten Anteils der Guthaben bewirkte eine Menschenansammlung vor den Bankschaltern, die auch international für Aufsehen sorgte.

Auf die Schliessung der *Spar- und Leihkasse Thun* folgte die Regionalbankenkrise: Etwa die Hälfte der ursprünglich rund 180 Regionalbanken

<sup>27</sup> BIRCHLER (Fn. 22), 424.

<sup>28</sup> Eine Ausnahme dazu waren die Raiffeisenbanken, die mit einer Abschreibung von CHF 254 Mio. weniger als 1 % ihres Kreditvolumens verloren: Basel Committee on Banking Supervision (Fn. 9), 46 f.

<sup>29</sup> Zur Veränderung der Zinsstruktur als mögliche direkte Ursache der Regionalbankenkrise siehe die Studie von MARKUS STAUB, *The Term Structure of Interest Rates and the Swiss Regional Bank Crisis: Empirical Evidence and its Limits*, Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik 134 (1998), 655–684.

<sup>30</sup> Basel Committee on Banking Supervision (Fn. 9), 47.

<sup>31</sup> Eidgenössische Bankenkommision, *Bankeninsolvenz: Situation in der Schweiz und auf internationaler Ebene*, Januar 2008, <[http://www.finma.ch/archiv/ebk/d/aktuell/20080128/20080128\\_d.pdf](http://www.finma.ch/archiv/ebk/d/aktuell/20080128/20080128_d.pdf)>, 7.

<sup>32</sup> Vgl. BGE 117 III 83, A.

<sup>33</sup> Kurz vor dem Entzug ihrer Bewilligung hatte die *Spar- und Leihkasse Thun* beim zuständigen kantonalen Gericht Bankenstundung beantragt, die gewährt wurde. Dies hatte zur Folge, dass nicht nur ein Liquidator der EBK, sondern auch ein durch das kantonale Gericht eingesetzter Sachwalter Anordnungen treffen konnte. Das Verhältnis zwischen Sachwalter und Liquidator musste schliesslich durch das Bundesgericht geklärt werden (BGE 117 III 83 und BGE 119 III 37).

verschwanden zwischen 1991 und 1996 vom Markt.<sup>34</sup> Sie wurden durch Grossbanken oder Kantonalbanken gekauft oder mit anderen Regionalbanken fusioniert. Die *Spar- und Leihkasse Thun* blieb der einzige Fall, bei dem Gläubiger zu Verlust kamen.<sup>35</sup>

### 3. *Bewältigung der Krise*

Die EBK trieb die Bereinigung des Markts voran. Dabei wurde die schnelle Auflösung insolventer Banken angestrebt. Im Fall der *Spar- und Leihkasse Thun* wurde nach der Schliessung am 3. Oktober 1991 abgewartet, ob die Bank übernommen werden könnte. Als sich dies nicht abzeichnete, wurde die Bewilligung bereits am 18. Oktober 1991 entzogen. Des Weiteren wurde zur Bewältigung der Krise ein Sonderausschuss gebildet, der unter der Leitung der EBK stand. Neben der SNB und der Bankiervereinigung nahmen auch Vertreter grösserer Banken Einsitz.<sup>36</sup> Es gelang dem Sonderausschuss, unter Einbezug der Grossbanken und Kantonalbanken Übernahmefösungen für besonders gravierende Problemfälle zu arrangieren und damit das Vertrauen in die Regionalbanken zu stärken.<sup>37</sup>

Die Regionalbankenkrise konnte schliesslich beendet werden, ohne dass private Finanzinstitute Steuergelder oder Liquiditätshilfe der SNB beanspruchten. Der Bankensektor konnte die entstandenen Probleme in Eigenregie lösen, weil die Grossbanken angeschlagene Regionalbanken übernahmen. Die Grossbanken konnten einen strategischen Vorteil realisieren, indem sie ihre Marktposition in vormalig von den Regionalbanken dominierten Ge-

---

<sup>34</sup> BIRCHLER (Fn. 22), 424.

<sup>35</sup> Das Liquidationsverfahren zog sich rund 14 Jahre hin und wurde mit einer Konkursdividende von 60,7% für die nicht privilegierten Gläubiger abgeschlossen: Eidgenössische Bankenkommission (Fn. 31), 7.

<sup>36</sup> Ursprünglich waren sich die EBK und SNB uneinig: Während die EBK angesichts der grossen Zahl von Problemfällen einen Vertrauensverlust im Bankensystem befürchtete, war die SNB zunächst der Auffassung, dass keine Systemkrise drohte; BIRCHLER (Fn. 22), 426.

<sup>37</sup> Basel Committee on Banking Supervision (Fn. 9), 47; BIRCHLER (Fn. 22), 426.



bieten verstärken.<sup>38</sup> Möglicherweise waren auch Reputationsgründe von Bedeutung für die Übernahmen durch die Grossbanken, da die Liquidation weiterer insolventer Banken den Ruf der ganzen schweizerischen Bankenbranche und damit auch denjenigen der Grossbanken geschädigt hätte.<sup>39</sup>

Neben der Konsolidierung im Regionalbankensegment kam es auch bei den Kantonalbanken zu Veränderungen: Aufgrund der Auswirkungen der Regionalbankenkrise verschwanden die beiden Kantonalbanken Appenzell-Ausser rhoden und Solothurn vom Markt.<sup>40</sup> Ausserdem mussten zur Sanierung der Kantonalbanken Bern, Genf, Jura, Solothurn und Waadt Steuergelder aufgewendet werden, die in der Summe jedoch weniger als 1 % des schweizerischen Bruttoinlandsprodukts ausmachten.<sup>41</sup>

Die Regionalbankenkrise offenbarte die Sanierungsuntauglichkeit der gesetzlichen Instrumente wie Fälligkeitsaufschub und Bankenstundung.<sup>42</sup> Deshalb wurde das Sanierungs- und Liquidationsrecht im Bankengesetz revidiert. Ausserdem wurden Veränderungen am System des Einlegerschutzes vorgenommen.<sup>43</sup>

## **B. Japanische Bankenkrise (1990–2002)**

Am Ursprung der japanischen Bankenkrise stand ein wirtschaftlicher Aufschwung in den 1980er-Jahren, wobei sich die Unternehmens- und Immobilienpreise vervielfachten. Der Zerfall der Grundstückspreise und Aktienkurse ab dem Jahr 1990 verursachte eine Bankenkrise, die sich graduell ausbreitete und bis über die Jahrtausendwende andauerte. Aufgrund der lange andauern-

---

<sup>38</sup> SUSANNE ZIEGLER, Rückblick auf die Regionalbankenkrise: Lehren aus dem Fall der Sparkasse Thun, *Neue Zürcher Zeitung* vom 6. November 2001, 27.

<sup>39</sup> Basel Committee on Banking Supervision (Fn. 9), 47.

<sup>40</sup> Siehe ZIEGLER (Fn. 38), 27.

<sup>41</sup> Basel Committee on Banking Supervision (Fn. 9), 47.

<sup>42</sup> Botschaft zur Änderung des Bundesgesetzes über die Banken und Sparkassen vom 20. November 2002, BBl 2002, 8060–8116, 8063 ff.; URS ZULAUF, Recht und Realität der Sanierung und Liquidation von Banken in der Schweiz, in: Margelisch/Winzler (Hrsg.), *Freiheit und Ordnung im Kapitalmarktrecht*, Zürich 1998, 217–251, 240 ff.

<sup>43</sup> BIRCHLER (Fn. 22), 428.

den Finanzkrise und der damit verbundenen Rezession ging diese Zeit als «Verlorene Dekade» (失われた10年) in die Geschichte Japans ein.

### 1. *Entwicklung des Immobilienmarkts*

Durch das Plaza-Abkommen vom 22. September 1985 vereinbarten Japan, die USA, Frankreich, die Bundesrepublik Deutschland und Grossbritannien die kontrollierte Abwertung des US-Dollars. Die dadurch entstehende Aufwertungserwartung bezüglich des Yen machte den japanischen Markt für ausländische Investoren attraktiver. Zusätzlich wurde der Leitzins der Bank of Japan zwischen den Jahren 1985 und 1989 tief gehalten.<sup>44</sup> Die erhöhte ausländische Nachfrage und die Tiefzinspolitik der Nationalbank trugen gegen Ende der 1980er-Jahre zu einer «*Bubble Economy*» bei, die durch einen extrem starken Anstieg der Aktien-<sup>45</sup> und Grundstückspreise<sup>46</sup> und eine bedeutende Expansion der Geldmenge und des Kreditvolumens<sup>47</sup> charakterisiert war. Dabei wurden die Vermögenspreise durch günstige Fremdfinanzierung – insbesondere auch im Hypothekengeschäft – in die Höhe getrieben,<sup>48</sup> ähnlich wie zur gleichen Zeit auf dem schweizerischen Immobilienmarkt. Zusätzliche Faktoren,<sup>49</sup> etwa die Deregulierung der Finanzmärkte,<sup>50</sup> schufen

---

<sup>44</sup> Siehe KUNIO OKINA/MASAOKI SHIRAKAWA/SHIGENORI SHIRATSUKA, The Asset Price Bubble and Monetary Policy: Japan's Experience in the Late 1980s and the Lessons, IMES Discussion Paper No. 2000-E-12, Tokyo, Mai 2000, 48.

<sup>45</sup> Der Aktienindex *Nikkei 225* bewegte sich von rund 10'000 Punkten im Jahr 1985 auf seinen Allzeithöchststand von 38'916 Punkten zum Jahresende 1989: FRANKLIN ALLEN/DOUGLAS GALE, Bubbles and Crises, The Economic Journal 110 (2000), 236–255, 237.

<sup>46</sup> Die Immobilienpreise machen mit leichter Zeitverzögerung eine ähnliche Entwicklung wie der *Nikkei 225* durch. Der *Urban Land Price Index* erreichte den Höchststand im Jahr 1990, als er fast auf dem Vierfachen des Niveaus des Septembers 1985 angelangt war: OKINA/SHIRAKAWA/SHIRATSUKA (Fn. 44), 3 und 49 f., mit Illustration.

<sup>47</sup> OKINA/SHIRAKAWA/SHIRATSUKA (Fn. 44), 3 und 53, mit Illustration; AKIHIRO KANAYA/DAVID WOO, The Japanese Banking Crisis of the 1990s: Sources and Lessons, IMF Working Paper WP/00/7, Januar 2000, 37, Tabelle 2.

<sup>48</sup> BEN BERNANKE/MARK GERTLER, Monetary Policy and Asset Price Volatility, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Fourth Quarter 1999, 17–51, 34.

<sup>49</sup> Siehe die ausführliche Analyse bei OKINA/SHIRAKAWA/SHIRATSUKA (Fn. 44), 8 ff.

<sup>50</sup> Vgl. TAKEO HOSHI, What Happened to Japanese Banks?, Monetary and Economic Studies 19 (2001), 1–30, 9 ff., der die These aufstellt, dass die Deregulierung der Banken die

einen Anreiz für aggressive Kreditvergabepolitiken der Banken und trugen damit indirekt zum Preisanstieg auf dem Immobilienmarkt bei. Dieser ging so weit, dass der Gesamtmarktwert der japanischen Immobilien dem doppelten Wert der gesamten US-Immobilien entsprach, obwohl die Landmasse von Japan nur 5 % derjenigen der USA ausmacht und 80 % der Fläche Japans gebirgig ist.<sup>51</sup>

In den Jahren 1989 und 1990 erhöhte die Bank of Japan den Diskontsatz von 2,5 % auf 6%.<sup>52</sup> Leicht zeitverzögert setzte der Preiszerfall an den Börsen und auf den Immobilienmärkten ein: Im August 1990 fielen Aktienmärkte etwa auf die Hälfte ihres Allzeithöchststands von 1989 und die Immobilienindizes verloren ab 1991 bis zu 80 % ihres Werts.<sup>53</sup>

## 2. *Folgen für die Finanzbranche*

Analog zur Schweiz kam es in den 1990er-Jahren aufgrund von Zahlungsausfällen im Kreditgeschäft zu erheblichem Abschreibungsbedarf in der japanischen Bankenwirtschaft.<sup>54</sup> Wiederum fiel ins Gewicht, dass sich die Finanzinstitute über die Hypothekenvergabe stark gegenüber dem Immobilienmarkt exponierten. Durch den Zerfall der Grundstückspreise vermochten die als Grundpfand verwerteten Liegenschaften die damit besicherten Forderungen nicht mehr zu decken.<sup>55</sup>

Die der Bankenkrise zugrundeliegenden Probleme wurden lange nicht erkannt und bereinigt. Nach der Insolvenz von zwei städtischen Kreditgenossenschaften<sup>56</sup> im Jahr 1994 verschärfte sich die Situation zunehmend. Einige

---

Hauptursache für die japanische Bankenkrise war und die Geldpolitik bzw. Blasenbildung von untergeordneter Bedeutung waren.

<sup>51</sup> CHARLES P. KINDLEBERGER/ROBERT Z. ALIBER, *Manias, panics, and crashes: A history of financial crises*, 5. Aufl., Hoboken NJ 2005, 146.

<sup>52</sup> OKINA/SHIRAKAWA/SHIRATSUKA (Fn. 44), 48.

<sup>53</sup> OKINA/SHIRAKAWA/SHIRATSUKA (Fn. 44), 3, 18 und 48 ff., mit Illustration.

<sup>54</sup> Vgl. die Daten der japanischen Finanzaufsichtsbehörde FSA, aufbereitet und dargestellt bei OKINA/SHIRAKAWA/SHIRATSUKA (Fn. 44), 56.

<sup>55</sup> Basel Committee on Banking Supervision (Fn. 9), 12.

<sup>56</sup> *Tokyo Kyowa* und *Tokyo Anzen*; siehe KANAYA/WOO (Fn. 47), 24 f.

der weit verbreiteten *Jusen* (auf Wohnbaukredite spezialisierte Finanzinstitute) mussten mit Steuergeldern gerettet werden.<sup>57</sup> In den Jahren 1997 und 1998 kam es auch zum Versagen von Gross- und Investmentbanken.<sup>58</sup>

### 3. *Bewältigung der Krise*

Der Niedergang der *Long Term Credit Bank of Japan (LTCB)* führte schliesslich dazu, dass der Staat das systematische Management der Krise übernahm und die zugrunde liegenden Probleme löste.<sup>59</sup> KASHYAP<sup>60</sup> sowie KANAYA & WOO<sup>61</sup> stellen fest, dass der Kollaps der Vermögenspreise zwar die Krise ausgelöst hatte, aber das mangelhafte Krisenmanagement und die verzögerte Behebung komplexer struktureller Probleme für ihre lange Dauer verantwortlich waren. Die Bereinigung des japanischen Bankensektors dauerte bis 2002 an.<sup>62</sup>

## C. Globale Finanzkrise (2007–2009)

Die Erinnerungen an die Weltwirtschaftskrise der späten 2000er-Jahre sind noch frisch. Am Ursprung stand der Zusammenbruch des Immobilienmarkts in den USA, in den Finanzinstitute aus aller Welt über verbriefte Hypothekarforderungen (*Mortgage-backed Securities*)<sup>63</sup> und Derivate investiert waren. Die Ausfälle auf dem US-Hypothekenmarkt führten zu einem Notstand auf den globalen Finanzmärkten. Die Hypothekenkrise schlug auf den realen Sektor durch und führte – neben anderen Ursachen – zur globalen Wirtschaftskrise.

---

<sup>57</sup> Basel Committee on Banking Supervision (Fn. 9), 8 f.

<sup>58</sup> Prominente Fälle waren die *Nippon Credit Bank*, die *Hokkaido Takushoku Bank*, *Sanyo Securities*, *Yamaichi Securities*, die *Tokuyo City Bank* und die *Long Term Credit Bank of Japan*.

<sup>59</sup> Basel Committee on Banking Supervision (Fn. 9), 11 f.; ausführlich zur Bewältigung der Krise ANIL K. KASHYAP, *Sorting Out Japan's Financial Crisis*, NBER Working Paper Series No. 9384, Cambridge MA, Dezember 2002.

<sup>60</sup> KASHYAP (Fn. 59), 2.

<sup>61</sup> KANAYA/WOO (Fn. 47).

<sup>62</sup> Basel Committee on Banking Supervision (Fn. 9), 7.

<sup>63</sup> Siehe dazu hinten IV.E.

## 1. Entwicklung des Immobilienmarkts

Nach dem Platzen der «Dot-com Bubble» zur Jahrtausendwende und den Terroranschlägen des 11. September 2001 verringerte das Fed das Zinsziel der *Federal Funds Rate* von 6,5 % im Jahr 2000 auf 1 % im Jahr 2003.<sup>64</sup> Die entsprechend tiefen Geldmarktzinsen sowie die Eigenheimförderungsstrategie der US-Regierung<sup>65</sup> ermöglichten eine günstige Hypothekarfinanzierung.<sup>66</sup> Dabei wurden insbesondere variable Hypotheken mit attraktiven «Teaser Rates» vergeben, was die Nachfrage nach Immobilien erhöhte.<sup>67</sup> Das *Subprime*-Segment des Hypothekenmarkts erfuhr ein besonders starkes Wachstum. *Subprime*-Hypotheken sind Kredite, die nicht den traditionellen («Prime») Standards bezüglich Kreditwürdigkeit des Schuldners, Tragbarkeit oder Belehnungsgrad entsprechen und somit eine höhere Ausfallwahrscheinlichkeit haben.<sup>68</sup> Solche Hypotheken wurden oftmals ohne Bonitätsprüfung oder Eigenmittelanforderungen oder mit Belehnungsgraden von über 100 % vergeben.<sup>69</sup> Dies war eine Ursache für die erhöhte Nachfrage nach Wohnimmobilien: Die Wohneigentumsquote stieg von 63,8 % im Jahr

<sup>64</sup> Federal Reserve Bank of New York, Historical Changes of the Target Federal Funds and Discount Rates, 1971 to present, <<http://www.newyorkfed.org/markets/statistics/dlyrates/fedrate.html>>, Version vom 19. Februar 2010; detailliert zu den Entwicklungen vor der Krise JERRY W. MARKHAM, A financial history of the United States, Armonk NY 2011, 418 ff.

<sup>65</sup> Etwa durch die staatlich geförderten Hypothekarbanken *Fannie Mae* und *Freddie Mac*; vgl. auch FINMA, Finanzmarktkrise und Finanzmarktaufsicht, Bericht, Bern, 14. September 2009, 9 f.; zur historischen Entwicklung des US-amerikanischen Hypothekenmarkts siehe MARKHAM (Fn. 64), 281 ff.

<sup>66</sup> JOHN B. TAYLOR, The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong, NBER Working Paper Series No. 14631, Cambridge MA, Januar 2009, 10; MANFRED JÄGER/MICHAEL VOIGTLÄNDER, Hintergründe und Lehren aus der Subprime-Krise, IW-Trends – Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln 35 (2008), Heft 3, 1–14, 4.

<sup>67</sup> Zu den aggressiven Marketingpraktiken siehe MARKHAM (Fn. 64), 393 ff.

<sup>68</sup> JOHN KIFF/PAUL MILLS, Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets, IMF Working Paper WP/07/188, 2007, 3; zur Definition vgl. auch MARKHAM (Fn. 64), 391 f.

<sup>69</sup> Siehe z.B. die Daten bei KRISTOPHER GERARDI/ANDREAS LEHNERT/SHANE M. SHERLUND/PAUL WILLEN, Making Sense of the Subprime Crisis, Brookings Papers on Economic Activity, Fall 2008, <[http://www.brookings.edu/~media/Projects/BPEA/Fall%202008/2008b\\_bpea\\_gerardi.pdf](http://www.brookings.edu/~media/Projects/BPEA/Fall%202008/2008b_bpea_gerardi.pdf)>.

1994 auf 69,2 % im Jahr 2004.<sup>70</sup> Weitere Faktoren trugen zur Erhöhung der Immobiliennachfrage bei, etwa die Flucht der Anleger aus dem volatilen Aktienmarkt in eine vermeintlich sicherere Anlageklasse oder die Erhöhung der Einkommen und Beschäftigungszahlen.<sup>71</sup> Der *Case-Shiller Composite 20 Index*,<sup>72</sup> der die Immobilienpreisentwicklung in 20 US-amerikanischen Metropolregionen verfolgt, verzeichnete zwischen Anfang 2002 und Ende 2006 annualisierte Wachstumsraten von 10–15 %.

Wie bereits in den vorn beschriebenen Immobilienkrisen in der Schweiz und in Japan folgte der Preiszerfall auf dem Immobilienmarkt auf einen Anstieg der Leitzinsen: Das Fed erhöhte das Zinsziel der *Federal Funds Rate* von 1 % (Juni 2003) stufenweise bis auf 5,25 % (Juni 2006).<sup>73</sup> Darauf mehrten sich die Ausfälle insbesondere bei variablen *Subprime*-Hypotheken<sup>74</sup> und es folgte ein Zusammenbruch der Grundstückspreise<sup>75</sup>. Wiederum deckten die Grundpfandverwertungen die ausgefallenen Forderungen nicht und das durch die Zwangsvollstreckungen entstehende Überangebot auf dem Immobilienmarkt setzte die Immobilienpreise weiter unter Druck.<sup>76</sup>

## 2. Folgen für die Finanzbranche

Die Ausfälle auf dem US-amerikanischen Hypothekenmarkt hatten globale Auswirkungen. Ein Grund dafür war die *Securitization* der Hypothekarkredite, also die Bündelung und Verbriefung, wodurch die Verkehrsfähigkeit der

---

<sup>70</sup> DANIELLE DiMARTINO/JOHN V. DUCA, The Rise and Fall of Subprime Mortgages, Insights from the Federal Reserve Bank of Dallas, vol. 2, no. 11, November 2007, Dallas TX, 2.

<sup>71</sup> Vgl. JÄGER/VOIGTLÄNDER (Fn. 66), 4.

<sup>72</sup> Die Indexwerte sind unter <<http://www.spindices.com/index-family/real-estate/sp-case-shiller>> zu finden.

<sup>73</sup> Federal Reserve Bank of New York (Fn. 64).

<sup>74</sup> Siehe die Daten der Mortgage Bankers Association und von Haver Analytics, dargestellt in Federal Reserve Bank of Richmond, Residential Mortgage Delinquency and Foreclosure Rates, Trends – First Quarter 2011, <[http://www.richmondfed.org/banking/markets\\_trends\\_and\\_statistics/trends](http://www.richmondfed.org/banking/markets_trends_and_statistics/trends)>.

<sup>75</sup> Der *Case-Shiller Composite 20 Index* (vgl. Fn. 72) verlor von Mitte 2006 bis Anfang 2009 etwa ein Drittel seines Werts.

<sup>76</sup> Vgl. hinten III.B.

Forderungen signifikant erhöht wurde.<sup>77</sup> Die Attraktivität dieser Wertpapiere führte dazu, dass auch Banken ausserhalb der USA grosse Bestände an *Mortgage-backed Securities* und US-Hypothekenderivaten hielten. Dadurch nahmen die Finanzinstitute korrelierte Risikopositionen ein, was zur Systeminstabilität bei der Verwirklichung dieser Risiken beitrug.<sup>78</sup>

Nachdem Mitte 2007 einige US-amerikanische Hypothekarinstitute ausfielen,<sup>79</sup> gerieten nach und nach grosse US-Finanzinstitute und auch europäische Banken<sup>80</sup> in Solvenzprobleme, die sich sukzessive ausweiteten. Die Mechanismen, die zur Globalisierung und Verschärfung der Finanzkrise führten, werden in zahlreichen wirtschaftswissenschaftlichen Publikationen beschrieben.<sup>81</sup> Es sind insbesondere zwei gewichtige Faktoren erkennbar:

1. Bilanzshocks führten dazu, dass Aktiven schnell abgestossen wurden (*«Fire Sale»*), was den Preisdruck auf die betreffenden Produkte weiter erhöhte und auf andere Anlageklassen ausweitete.
2. Betroffene Banken finanzierten sich massgeblich durch kurzfristige Interbankenkredite. Dies führte zu einer höheren Verwundbarkeit bei

---

<sup>77</sup> Siehe dazu hinten IV.E.

<sup>78</sup> VIRAL V. ACHARYA, A Theory of Systemic Risk and Design of Prudential Bank Regulation, *Journal of Financial Stability* 5 (2009), 224–255. Beispielsweise EMMANUEL FARHI/JEAN TIROLE, Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch and Systemic Bailouts, *American Economic Review* 102 (2012), 60–93, sprechen in diesem Zusammenhang von einem kollektiven *Moral Hazard* aufgrund einer impliziten Staatsgarantie, der dazu führte, dass systemrelevante Banken eine erhöhte Korrelation von Risiken sowie Laufzeitinkongruenzen bewusst in Kauf nahmen.

<sup>79</sup> Z. B. *American Home Mortgage Investment Corporation* und *New Century Financial Corporation*, sog. *Real Estate Investment Trusts* (REITs).

<sup>80</sup> Etwa die IKB Deutsche Industriebank. Bereits im September 2007 musste auch die englische Hypothekarbank *Northern Rock* Staatshilfe beantragen.

<sup>81</sup> Siehe z. B. TOBIAS ADRIAN/HYUN SONG SHIN, Liquidity and Leverage, *Journal of Financial Intermediation* 19 (2010), 418–437; MARKUS K. BRUNNERMEIER, Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008, *Journal of Economic Perspectives* 23 (2009), 77–100; GARY B. GORTON, The Panic of 2007, NBER Working Paper Series No. 14358, September 2008; ARVIND KRISHNAMURTHY, Amplification Mechanisms in Liquidity Crises, *American Economic Journal: Macroeconomics* 2 (2010), Heft 3, 1–30; THIERRY TRESSEL, Financial Contagion through Bank Deleveraging: Stylized Facts and Simulations Applied to the Financial Crisis, IMF Working Paper 10/236, Oktober 2010.

Liquiditätsschocks, die daraus resultieren, dass ein Risiko für bestimmte Anlageprodukte bzw. Gegenparteien nicht mehr kalkulierbar war (sog. Knightsche Unsicherheit<sup>82</sup>) und deshalb keine ausreichende Kreditvergabe mehr stattfand.

Der kritischste Punkt der Bankenkrise wurde Mitte September 2008 durchlaufen, als die US-Grossbank *Lehman Brothers* ihre Insolvenz anmeldete<sup>83</sup> und die *American International Group (AIG)* Staatshilfe beantragte.

### 3. *Bewältigung der Krise*

Zahlreiche Staaten waren veranlasst, bedrohte Finanzinstitute umfassend mit Steuergeldern zu sanieren. Auch in der Schweiz war eine staatlich unterstützte Bankensanierung notwendig. Nachdem die Grossbank *UBS* von 2007 bis Mitte 2009 Abschreibungen von USD 53 Mia. vornehmen musste,<sup>84</sup> führte sie Kapitalerhöhungen von insgesamt CHF 28,6 Mia. durch.<sup>85</sup> Dies reichte jedoch nicht aus. Die *UBS* musste staatliche Hilfe in Form eines Darlehens und einer Auslagerung von «toxischen» Aktiven in eine «*Bad Bank*» in Anspruch nehmen.<sup>86</sup>

Die Finanzmärkte stabilisierten sich im Jahr 2009. Die *Subprime*-Krise hatte einen starken Rückgang von Produktion, Konsum und Finanzvermögen zur Folge. Der Einkommensverlust in den USA wird von ATKINSON, LUTTRELL

---

<sup>82</sup> Der Begriff geht zurück auf FRANK KNIGHT, *Risk, Uncertainty, and Profit*, Boston/New York 1921.

<sup>83</sup> Dabei handelte es sich gemessen an den Passiven um den grössten Konkurs der US-Geschichte: SAM MAMUDI, *Lehman folds with record \$613 billion debt*, *MarketWatch* (The Wall Street Journal), 15. September 2008, <<http://www.marketwatch.com/story/lehman-folds-with-record-613-billion-debt?siteid=rss>>.

<sup>84</sup> FINMA (Fn. 65), 15.

<sup>85</sup> UBS AG, Geschäftsbericht 2008, 349.

<sup>86</sup> Zu den Details des Rettungspakets siehe THOMAS J. JORDAN, *SNB-Stabfund – Aufbau und Betrieb einer Bad Bank*, ST 84 (2010), 823–829.



& ROSENBLUM<sup>87</sup> auf bis zu USD 14 Bio. beziffert. Dazu kommen negative soziale Auswirkungen und Opportunitätskosten der Staatshilfe.

## **D. Gemeinsamkeiten und Unterschiede der Krisen**

Bei der Auslösung der schweizerischen Regionalbankenkrise, der japanischen Bankenkrise und der US-*Subprime*-Krise waren fallende Immobilienpreise ein massgeblicher Faktor. Der Ablauf der drei Krisen weist folgende Gemeinsamkeiten auf:

1. steigende Immobilienpreise während einer Tiefzinsperiode;
2. freizügige Kreditvergabe im Wirtschafts- bzw. Immobilienboom;
3. sinkende Immobilienpreise nach einer Zinserhöhung durch die Zentralbank;
4. hohe Abschreibungen im Bankensystem aufgrund von Kredit- und Pfandausfällen;
5. Instabilität des Finanzsystems.

Ein Unterscheid zwischen den Krisen ist die geografische Ausbreitung: Während die direkten Wirkungen der schweizerischen und japanischen Bankenkrise mehrheitlich auf das jeweilige Land beschränkt blieben, hatte die *Subprime*-Krise einen globalen Einschlag. Bezüglich Länge und Verlauf hebt sich die japanische Bankenkrise ab, die im Gegensatz zu den anderen Krisen über mehrere Jahre graduell einsetzte und rund eine Dekade andauerte.

---

<sup>87</sup> TYLER ATKINSON/DAVID LUTTRELL/HARVEY ROSENBLUM, How Bad Was It? The Costs and Consequences of the 2007–09 Financial Crisis, Federal Reserve Bank of Dallas Staff Papers, Dallas TX, Juli 2013, 3.

### III. Hypothekargeschäft als Quelle systemischen Risikos

Wie die soeben beschriebenen Krisen gezeigt haben, können Ausfälle im Hypothekargeschäft die Finanzstabilität massgeblich bedrohen. Nachfolgend wird den Fragen nachgegangen, wie der Immobilienmarkt und die Finanzstabilität zusammenhängen und inwiefern das Hypothekargeschäft ein systemisches Risiko darstellt.

#### A. Systemisches Risiko

Systemische Risiken sind «all jene Risiken, welche die Stabilität des Finanzsystems als Ganzes bedrohen und somit potenziell auch die Realwirtschaft erheblich beeinträchtigen können»<sup>88</sup>. Unterteilt werden können die systemischen Bankenrisiken in Mikroschocks, die vorerst nur einzelne Banken betreffen und sich danach aufgrund von «Systemzusammenhängen» ausweiten, und Makroschocks, die mehrere oder sogar alle Banken gleichzeitig betreffen.<sup>89</sup>

Ein geeigneter Makroschock zur Auslösung von Bankenrisiken ist erfahrungsgemäss der Zerfall von Vermögenspreisen.<sup>90</sup> Insbesondere bezüglich des Immobilienmarkts verstärkt eine freizügige Kreditvergabe im Aufschwung die Zyklichkeit.<sup>91</sup> Der *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht*<sup>92</sup> betont,

---

<sup>88</sup> Arbeitsgruppe Finanzstabilität, Bericht über die makroprudenzielle Aufsicht in der Schweiz, Eidgenössisches Finanzdepartement, Februar 2012, 5. Zur Definition der Finanzstabilität vgl. auch CLAUDIO BORIO/MATHIAS DREHMANN, Towards an operational framework for financial stability: «fuzzy» measurement and its consequences, Bank for International Settlements (BIS) Working Paper No. 284, Basel, Juni 2009, 3 ff.; der Begriff des systemischen Risikos ist vom «systematischen» Risiko (d. h. Marktrisiko) in der Portfoliotheorie zu unterscheiden.

<sup>89</sup> MARKUS STAUB, Aspects of systemic risk in banking: Inter bank loans, optimal bank size and the Swiss regional bank crisis, Diss. Basel, Berlin 1999, 9 f.

<sup>90</sup> Vgl. CARMEN M. REINHART/KENNETH S. ROGOFF, This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly, Oxford 2009, 9.

<sup>91</sup> ANDREY PAVLOV/SUSAN WACHTER, Subprime Lending and Real Estate Prices, Real Estate Economics 39 (2011), 1–17; vor der US-Hypothekenkrise wurden zum Beispiel Kredite

dass extreme Verluste im Bankengeschäft insbesondere nach Phasen exzessiven Kreditwachstums auftreten. Dementsprechend ist ein Preisrückgang nach einem «kreditgetriebenen» Immobilienzyklus ein geeigneter Auslöser einer Bankenkrise: Die Banken haben signifikante, korrelierte Risikopositionen aufgebaut, die sich bei bestimmten makroökonomischen Impulsen realisieren. Diese Vorgänge werden durch die in Abschnitt II beschriebenen Fälle exemplifiziert.

## **B. Wirkungszusammenhänge einer Hypothekenkrise**

Setzt eine Hypothekenkrise ein, kommt es zu Rückkoppelungen zwischen dem Bankensektor und dem Immobilienmarkt. Werden ausgefallene Hypotheken vollstreckt, entsteht zusätzliches Angebot auf dem Immobilienmarkt. Gleichzeitig fällt regelmässig die Nachfrage, da Immobilienkäufe nach Einsetzen einer Bankenkrise nicht mehr zu günstigen Konditionen fremdfinanziert werden können. Durch das erhöhte Angebot und die verringerte Nachfrage entsteht zusätzlicher Preisdruck. Des Weiteren kann es bei Grundpfandverwertungen zu Übertragungseffekten und damit einer negativen Beeinflussung des Werts der Nachbarliegenschaften kommen.<sup>93</sup>

Die Entwicklung der Grundstückspreise und das Konsumverhalten der Haushalte sind positiv korreliert. CHASE, QUIGLEY & SHILLER<sup>94</sup> weisen sogar nach, dass Veränderungen im Immobilienvermögen zu einer stärkeren Beeinflussung des Konsums führen als Veränderungen der Unternehmenswerte. Es lässt sich somit erwarten, dass eine Krise auf dem Immobilien-

---

wie *Negative Amortization Mortgages* oder *Subprime Mortgages* in grossem Ausmass vergeben (vgl. vorn II.C.1).

<sup>92</sup> Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, Bank for International Settlements (BIS), Basel, Dezember 2010 (rev. Juni 2011), Ziff. 136.

<sup>93</sup> Siehe die Aufarbeitung der ökonomischen Literatur bei KAI-YAN LEE, *Foreclosure's Price-Depressing Spillover Effects on Local Properties: A Literature Review*, Federal Reserve Bank of Boston Discussion Paper No. 2008-01, Boston, September 2008.

<sup>94</sup> KARL E. CHASE/JOHN M. QUIGLEY/ROBERT J. SHILLER, *Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market*, *Advances in Macroeconomics* 2005 Nr. 5 (=Cowles Foundation Paper No. 1181), 1–32.

markt einen negativen Einkommenseffekt mit sich bringt und damit den Konsum und die Leistung des realen Sektors hemmt.

Die direkten Auswirkungen der Finanzinstabilität auf den realen Sektor sind schwierig zu erfassen. Finanzsektor und Realwirtschaft sind über einen komplexen Nexus von Interdependenzen miteinander verflochten. Klar ist, dass Bankenkrisen in der Regel gleichzeitig mit oder kurz vor einer substantiellen Leistungsminderung der Realwirtschaft auftreten.<sup>95</sup> Die Studien von DELL'ARICCIA, DETRAGIACHE & RAJAN<sup>96</sup> sowie KROSZNER, LAEVEN & KLINGBIEL<sup>97</sup> untersuchen die Wirtschaftsleistung von Branchen mit unterschiedlicher Fremdfinanzierungsintensität und kommen zum Schluss, dass stark fremdfinanzierte Branchen während einer Bankenkrise einen höheren Leistungsrückgang als weniger stark fremdfinanzierte Branchen verzeichnen. Dies stützt die etwa von BERNANKE<sup>98</sup> vertretene These, dass Bankenkrisen über den Mechanismus einer «Kreditklemme» zu einem langfristigen Einkommensverlust in der Realwirtschaft führen, da produzierende Unternehmen nicht mehr ausreichend finanziert sind. Zu einem anderen Schluss kommen MIAN & SUFI<sup>99</sup>: Nicht der Zusammenbruch der Banken habe bei der *Subprime*-Krise die schlechte realwirtschaftliche Leistung bewirkt, sondern die starke Verschuldung der Haushalte, die nach dem Zusammenbruch der Immobilienpreise eine Entschuldung (*Deleveraging*) notwendig machte, was die Konsumnachfrage erheblich dämpfte.

Die Kausalitätsverläufe und Wechselwirkungen zwischen der Bankenkrise und der schwächeren Wirtschaftsleistung werden von der ökonomischen

---

<sup>95</sup> PIERRE MONNIN/TERHI JOKIPII, The Impact of Banking Sector Stability on the Real Economy, Swiss National Bank Working Papers No. 2010-5, Zürich, April 2010, 2, m. Hw.

<sup>96</sup> GIOVANNI DELL'ARICCIA/ENRICA DETRAGIACHE/RAGHURAM RAJAN, The real effect of banking crises, *Journal of Financial Intermediation* 17 (2008), 89–112.

<sup>97</sup> RANDALL S. KROSZNER/LUC LAEVEN/DANIELA KLINGBIEL, Banking crises, financial dependence, and growth, *Journal of Financial Economics* 84 (2007), 187–228.

<sup>98</sup> BEN BERNANKE, Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression, *American Economic Review* 73 (1983), 257–276, insb. 263 ff.

<sup>99</sup> ATIF MIAN/AMIR SUFI, House of debt: How they (and you) caused the Great Recession, and how we can prevent it from happening again, Chicago 2014, passim, insb. 50 ff.

Literatur somit nicht eindeutig geklärt.<sup>100</sup> Jedenfalls ist aber evident, dass durch freizügige Kreditvergabe angetriebene Immobilienzyklen über den Mechanismus des Hypothekengeschäfts zu Banken Krisen führen können und mit einer erheblichen Gefahr für die Realwirtschaft verbunden sind.

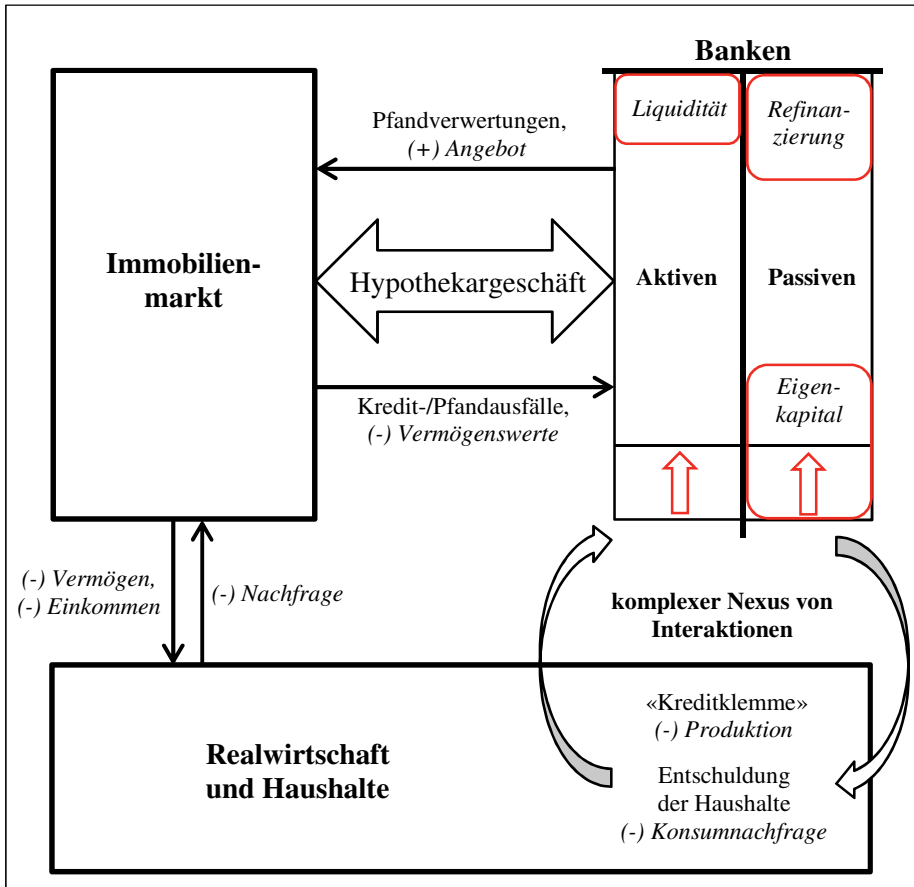


Abbildung 1: Visualisierung der Interaktionen bei einer Hypothekenkrise (eigene Darstellung).

<sup>100</sup> Vgl. auch MONNIN/JOKIPII (Fn. 95), 2, m.Hw.; ein Beispiel einer Beschreibung von solchen Wechselwirkungen bzw. der Interaktion von Risiken in der Japanischen Bankenkrise findet sich bei OKINA/SHIRAKAWA/SHIRATSUKA (Fn. 44), 36 und Basel Committee on Banking Supervision (Fn. 9), 12.

## C. Begrenzte Rationalität und der «Sperrklinkeneffekt»

Die traditionelle Wirtschaftswissenschaft basiert auf dem methodologischen Individualismus, also der Gesetzhypothese, dass Menschen ihre eigenen Interessen rational verfolgen («*Homo oeconomicus*»).<sup>101</sup> Diese Ausrichtung der ökonomischen Theorie wird von der «*Behavioral School*» in Frage gestellt: Es sei von einer «*Bounded Rationality*»<sup>102</sup> auszugehen, wonach Menschen ihre Entscheidungen häufig nicht oder nur beschränkt rational treffen. Die Disziplin der Verhaltensökonomik (*Behavioral Economics*) versucht dabei nicht, den methodologischen Individualismus durch das Konzept der *Bounded Rationality* abzulösen, sondern zeigt in empirischen Untersuchungen, dass das wirkliche Verhalten von Individuen systematisch vom Verhalten des rational-egoistischen *Homo oeconomicus* abweicht.<sup>103</sup>

Ein zentrales Ergebnis dieser *Behavioral*-Studien ist, dass Menschen fehlerhaft urteilen: Aufgrund mangelhafter Verarbeitung von Information weichen gewisse Entscheidungen von Individuen vom rationalen Verhalten ab. Beispiele von kognitiven Täuschungen sind die Ankerheuristik (*Anchoring*)<sup>104</sup>, die Framinganomalie (*Framing*)<sup>105</sup>, die ergebnisbeeinflusste Beurteilung von

---

<sup>101</sup> Im anglo-amerikanischen Sprachgebrauch wird dafür oftmals die Formel REMM (*Resourceful, Evaluating, Maximizing Man*) verwendet; vgl. HANS-BERND SCHÄFER/CLAUS OTT, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 5. Aufl., Berlin/Heidelberg 2012, 95.

<sup>102</sup> Der Begriff wurde vom Sozialwissenschaftler HERBERT A. SIMON geprägt; siehe HERBERT A. SIMON, A Behavioral Model of Rational Choice, *The Quarterly Journal of Economics* 69 (1955), 99–118; HERBERT A. SIMON, Theories of decision making in economics and behavioral science, *American Economic Review* 49 (1959), 253–283.

<sup>103</sup> SCHÄFER/OTT (Fn. 101), 104.

<sup>104</sup> Bei komplexen Entscheidungen nutzen Menschen bestimmte Umgebungsinformationen als «Anker» für die Entscheidungsfindung, auch wenn diese willkürlich sind und die Entscheidung objektiv betrachtet nicht verbessern können.

<sup>105</sup> Die Präferenz von Individuen für mehrere Handlungsalternativen hängt nicht nur von deren Inhalt ab, sondern auch von der Präsentation.

Handlungen (*Hindsight Bias*)<sup>106</sup> oder die Selbstüberschätzungsanomalie (*Hubris*)<sup>107</sup>.

Durch Lerneffekte, die aufgrund der Erfahrung bei ökonomischen Alltagshandlungen entstehen, können Urteilsdefizite behoben werden. SCHUMPETER<sup>108</sup> drückt dies folgendermassen aus: «*The assumption that conduct is prompt and rational is in all cases a fiction. But it proves to be sufficiently near to reality, if things have had time to hammer logic into men.*»

Die Aufnahme einer Hypothek ist eine für das Individuum seltene Handlung, die oft während einer Phase grösseren Umbruchs stattfindet. Auf Lerneffekte kann regelmässig nicht zurückgegriffen werden. Insbesondere im Zusammenhang mit der US-*Subprime*-Krise lässt sich aufzeigen, dass Hypothekarkreditnehmer dysfunktionale Entscheidungen fällen.<sup>109</sup> Beispielsweise stellten BUCKS & PENCE<sup>110</sup> anhand von Umfragen fest, dass Hypothekarschuldner in den USA die Wahrscheinlichkeit und Auswirkungen eines Zinsanstiegs von variablen Hypotheken systematisch unterschätzten. Wie CAMPBELL<sup>111</sup> zeigt, weisen Haushalte mit niedrigerem Bildungsniveau solche Urteilsdefizite signifikant häufiger auf. Beim Entscheid, ein Eigenheim zu erwerben, könnte zudem die Selbstüberschätzungsanomalie eine besondere Rolle spielen. Menschen schätzen sich selbst in Bezug auf erstrebenswerte Fähigkeiten wie Autofahren<sup>112</sup> oder dem Führen einer glücklichen Ehe<sup>113</sup> systematisch zu positiv ein. Entsprechend dürfte auch beim Erwerb eines

<sup>106</sup> Menschen, die Ergebnisse von Handlungen kennen, überschätzen die Wahrscheinlichkeit, mit der sie das Ergebnis prognostiziert hätten.

<sup>107</sup> Eigene Leistungen und Fähigkeiten werden systematisch überschätzt.

<sup>108</sup> JOSEPH A. SCHUMPETER, *The theory of economic development*, New Brunswick NJ 1934 (Erstveröffentlichung 1911), 80.

<sup>109</sup> JOHN Y. CAMPBELL, *Mortgage Market Design*, *Review of Finance* 17 (2012), 1–33, 13 ff.

<sup>110</sup> BRIAN BUCKS/KAREN PENCE, *Do borrowers know their mortgage terms?*, *Journal of Urban Economics* 64 (2008), 218–233.

<sup>111</sup> JOHN Y. CAMPBELL, *Household Finance*, *The Journal of Finance* 64 (2008), 1553–1604.

<sup>112</sup> OLA SVENSON, *Are we all less risky and more skillful than our fellow drivers?*, *Acta Psychologica* 47 (1981), 143–148.

<sup>113</sup> LYNN A. BAKER/ROBERT E. EMERY, *When Every Relationship Is Above Average*, *Law and Human Behavior* 17 (1993), 439–450.

Eigenheims etwa die Entwicklung des Haushaltseinkommens und die Stabilität persönlicher Beziehungen zu optimistisch beurteilt werden.

KHANDANI, LO & MERTON<sup>114</sup> argumentieren, dass auf dem Hypothekenmarkt ein *Refinancing Ratchet Effect* («Sperrklinkeneffekt») spiele: Hypothekarschuldner nutzen Perioden steigender Immobilienpreise und tiefer Zinsen, um sich stärker zu verschulden. Aufgrund der Unteilbarkeit und Illiquidität des Eigenheims kann dieser *Leverage* kaum mehr rückgängig gemacht werden, wenn die Zinsen steigen und Grundstückspreise fallen. Dies führt nicht nur zu langfristig ungünstigen Entscheidungen für die Haushalte (*Present-biased Preference*),<sup>115</sup> sondern generiert aufgrund des korrelierten Verhaltens der Hypothekarkreditnehmer auch systemisches Risiko.

---

<sup>114</sup> AMIR E. KHANDANI/ANDREW W. LO/ROBERT C. MERTON, Systemic Risk and the Refinancing Ratchet Effect, Harvard Business School Finance Working Paper No. 1472892 = MIT Sloan Research Paper No. 4750-09, September 2009, Version vom Februar 2012.

<sup>115</sup> Vgl. CAMPBELL (Fn. 109), 16; KHANDANI/LO/MERTON (Fn. 114) basieren ihre Darstellung des Sperrklinkeneffekts ausdrücklich nicht auf dysfunktionalen Entscheidungen von Hypothekarkreditnehmern.



## IV. Aktuelle juristische und ökonomische Aspekte des schweizerischen Hypothekargeschäfts

### A. Entwicklung

Im letzten Dezennium haben die schweizerischen Immobilienpreise je nach Segment durchschnittlich um 40–80% zugenommen.<sup>116</sup> Auch während der globalen Wirtschaftskrise stiegen die Preise kontinuierlich an. Steigende Einkommen und Immigration haben die Nachfrage insbesondere in urbanen Gegenden erhöht.<sup>117</sup> In einem anhaltenden Tiefzinsumfeld expandierte das inländische Hypothekarkreditvolumen in den schweizerischen Bankbilanzen von CHF 475 Mia. im Jahr 2000 auf CHF 894 Mia. im Juni 2014.<sup>118</sup> Damit nahmen die Hypothekarkredite deutlich stärker zu als das schweizerische Bruttoinlandprodukt (vgl. die Grafik auf der nachfolgenden Seite).<sup>119</sup> Die Wohneigentumsquote stieg dabei von 34,6% (2000) auf 37,2% (2013) an.<sup>120</sup>

---

<sup>116</sup> Siehe z.B. die *IAZI Preisindizes für Immobilien* unter <<http://www.iazicifi.ch/de/preisindizes-fuer-immobilien.php>> oder den *IPD / Wüest & Partner Schweizer Immobilien Index* unter <<http://www.wuestundpartner.com/publikationen/publikationen-schweiz/schweizer-immobilienindex.html>>.

<sup>117</sup> Zur Auswirkung von Immigration und anderen Faktoren auf den Immobilien- und Hypothekenmarkt siehe CHRISTOPH BASTEN/CATHÉRINE KOCH, *The Causal Effect of House Prices on Mortgage Demand and Mortgage Supply*, University of Zurich, Department of Economics Working Paper Series No. 140, Februar 2014; KATHRIN DEGEN/ANDREAS M. FISCHER, *Immigration and Swiss House Prices*, Swiss National Bank Working Papers 2010-16, Zürich, April 2010.

<sup>118</sup> Daten aus den statistischen Monatsheften der Schweizerischen Nationalbank, <[http://www.snb.ch/de/i/about/stat/statpub/statmon/id/statpub\\_statmon\\_hist?](http://www.snb.ch/de/i/about/stat/statpub/statmon/id/statpub_statmon_hist?)>, Tabelle D11: Bankbilanzen, Aktiven gegenüber dem Inland.

<sup>119</sup> PASCAL GANTENBEIN/SIMON BADER/DANIEL KOLP, *Regulierung von Eigenmitteln im Bereich der Immobilien-Kreditvergabe durch Banken*, *Der Schweizer Treuhänder* 88 (2014), 393–397, 394, sprechen von einem «Superzyklus mit sehr tiefen Zinsen einerseits und einem Nachfrageanstieg am Immobilienmarkt andererseits».

<sup>120</sup> Bundesamt für Statistik, *Wohneigentumsquote*, <[http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/de/index/themen/09/03/blank/key/bewohnertypen/nach\\_region.html](http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/de/index/themen/09/03/blank/key/bewohnertypen/nach_region.html)>.

Private Haushalte machen einen Anteil von rund 75% der inländischen Hypothekarforderungen aus.<sup>121</sup>

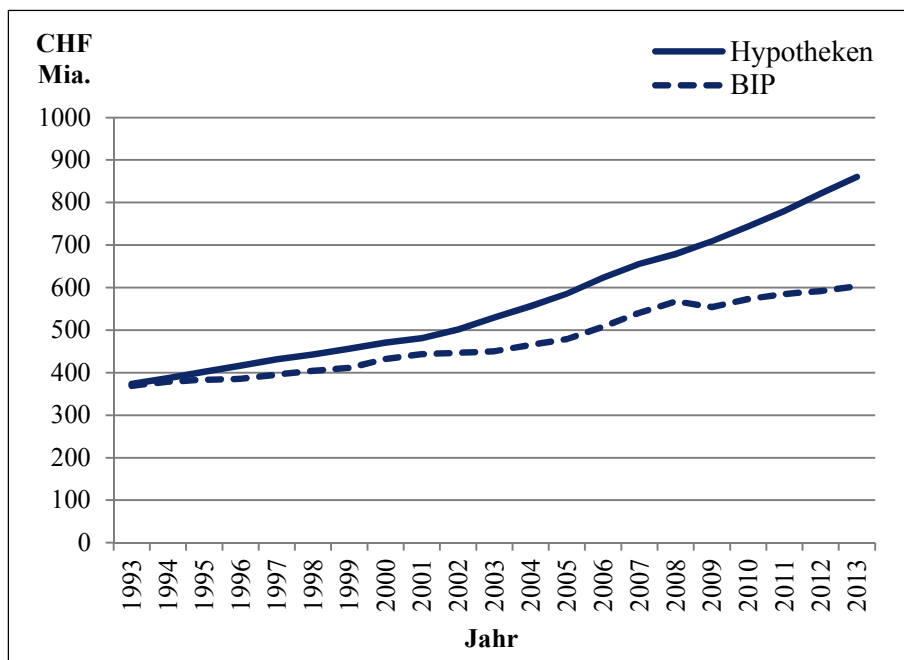


Abbildung 2: Entwicklung der inländischen Hypothekarforderungen (Daten: SNB, statistische Monatshefte) und des schweizerischen Bruttoinlandprodukts (Daten: SECO, berechnet nach Einkommensansatz) von 1994 bis 2013 (eigene Darstellung).

Die schweizerischen Regulatoren haben sich wiederholt kritisch über die Entwicklung des Immobilien- und Hypothekargeschäfts geäußert. Die SNB spricht von wachsenden «Ungleichgewichte[n] am Hypothekar- und Immobilienmarkt»<sup>122</sup> sowie einer «anhaltend hohen Risikobereitschaft der Banken bei der Kreditvergabe»<sup>123</sup>. Der Bundesrat will «gegen einen übermässigen

<sup>121</sup> Schweizerische Nationalbank, Bankenstatistisches Monatsheft, 25. Jahrgang, Bern, August 2014, Tabelle 3A und 3B, Zahlen für Juli 2014: Benützung Hypotheken Inland CHF 888,0 Mia.; davon Benützung Hypotheken durch private Haushalte CHF 663,9 Mia.

<sup>122</sup> Schweizerische Nationalbank, Quartalsheft 1/2014 (März), Zürich, 6, 23, 29 und 45.

<sup>123</sup> Schweizerische Nationalbank, Bericht zur Finanzstabilität 2013, Zürich, August 2013, 6.

Anstieg der Preise auf den Immobilienmärkten und eine zu starke Hypothekarverschuldung»<sup>124</sup> vorgehen. Auch die Finma zeigt sich besorgt.<sup>125</sup>

Die Kritik an der Hypothekarkreditvergabe begründet die SNB im Finanzstabilitätsbericht 2013.<sup>126</sup> Die Banken seien gegenüber einer Kombination von Immobilienpreiskorrekturen und steigenden Zinsen stark exponiert. Dabei wiesen insbesondere neue Hypothekarkredite eine höhere Risikodichte auf. Obwohl das Risiko eines Preisrückgangs zugenommen habe,<sup>127</sup> überschritten ca. 20% der neuen Wohnbauhypotheken einen Belehnungsgrad (*Loan-to-value Ratio*)<sup>128</sup> von 80%.<sup>129</sup> Bezüglich der Tragbarkeit der kalkulatorischen Wohnkosten (*Payment-to-Income Ratio*) stellt die SNB für das Segment des selbstgenutzten Wohneigentums fest, dass bei 15% der neu vergebenen Hypotheken bereits ein Zinsanstieg auf 3% ausreichen würde, um die Tragbarkeitsschwelle von 35% des Haushalteinkommens zu überschreiten. Bei 40% der Neuhypotheken würde dieselbe Schwelle bei einem Zinsanstieg auf 5% überschritten. Die SNB weist in diesem Zusammenhang auf hohe Zinsänderungsrisiken hin.

---

<sup>124</sup> Eidgenössisches Departement für Wirtschaft, Bildung und Forschung (WBF), Bundesrat ergreift Massnahme gegen Überhitzung auf dem Immobilienmarkt, Medienmitteilung, 13. Februar 2013.

<sup>125</sup> FINMA, Jahresbericht 2013, Bern, 2014, 30.

<sup>126</sup> Schweizerische Nationalbank (Fn. 123), 6 und 16 ff.; die nachfolgend zitierten Werte basieren auf einer von der SNB durchgeführten Umfrage zur Neuvergabe von Hypothekarkrediten.

<sup>127</sup> Vgl. MARIE SEILER/THOMAS ANKENBRAND/JÖRG GERIGK, Immobilienpreise in der Schweiz vor dem Sinkflug, Neue Zürcher Zeitung vom 15. Mai 2014, 31, die mit einem agentenbasierten Modell eine Korrektur von bis zu 15% in den nächsten drei Jahren prognostizieren, da positive Impulse am Immobilienmarkt fehlten.

<sup>128</sup> Der Belehnungsgrad oder die *Loan-to-Value Ratio* ist das Verhältnis zwischen dem Hypothekarkredit und dem Belehnungswert, d.h. dem Wert, den die kreditgebende Bank dem Pfandobjekt zumisst; vgl. EMCH/RENZ/ARPAGAU (Fn. 10), Rz. 1023.

<sup>129</sup> Werden zusätzliche Sicherheiten wie die Verpfändung von Vorsorgegeldern berücksichtigt, fällt der Anteil auf ca. 15%. Zur Besicherung von Hypotheken mit hohem Belehnungsgrad siehe EMCH/RENZ/ARPAGAU (Fn. 10), Rz. 1024.

BROWN & GUIN<sup>130</sup> analysieren die Tragbarkeit von Neuhypotheken und stellen geringere Tragbarkeitsrisiken als die SNB fest. Die Studie wurde anhand einer Stichprobe von 295 schweizerischen Hypothekaranfragen im Jahr 2013 durchgeführt. Von einem riskanten Kredit bzw. einer geringen Tragbarkeit wird ausgegangen, wenn die jährlichen kalkulatorischen Wohnkosten einen Drittel des Haushaltseinkommens übersteigen. Bezüglich Zinsen von 5 % plus Instandhaltungskosten von 1 % p.a. wurden 8 % der untersuchten Kredite als riskant eingestuft. Nimmt man zusätzlich 1 % Amortisation an, ist bei einem Anteil von 23 % der neuen Hypotheken die Tragbarkeitsgrenze überschritten. Wird das Haushaltseinkommen auf das fixe Lohneinkommen reduziert, steigt der Anteil auf 31 %.

## **B. Regulierung**

### *1. Antizyklischer Kapitalpuffer als makroprudenzielle Massnahme*

Gemäss Art. 5 Abs. 2 lit. e NBG «trägt [die Nationalbank] zur Stabilität des Finanzsystems bei». Diese Zweckbestimmung erteilt der SNB einen Auftrag, systemische Risiken – etwa das Risiko einer Hypothekenkrise – im Rahmen ihrer Kompetenzen zu minimieren.<sup>131</sup> Die SNB kann dabei auch präventive Instrumente einsetzen.<sup>132</sup> Bezüglich des Hypothekargeschäfts beobachtet die Nationalbank die aktuellen Entwicklungen und wirkt bei der makroprudentiellen Regulierung mit.

---

<sup>130</sup> MARTIN BROWN/BENJAMIN GUIN, How Risky are Residential Mortgages in Switzerland?, Schweizerisches Institut für Banken und Finanzen, Universität St.Gallen, 6. Dezember 2013.

<sup>131</sup> Vgl. Botschaft über die Revision des Nationalbankgesetzes vom 26. Juni 2002, BBl 2002, 6097–6303, 6170, dort im Zusammenhang mit der Überwachung von Zahlungssystemen.

<sup>132</sup> Vgl. RETO SCHILTKNECHT, Stabilität und Instabilität des schweizerischen Bankensystems, Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht 85 (2013), 461–471, 462.

Aufgrund von «Ungleichgewichten am Hypothekar- und Immobilienmarkt für Wohnliegenschaften»<sup>133</sup> hat die SNB darauf hingewirkt,<sup>134</sup> dass per 30. September 2013 der unter «Basel III» eingeführte antizyklische Kapitalpuffer sektoriell für das Wohnbauhypothekengeschäft aktiviert wurde (vgl. Art. 44 i. V. m. Anhang 7 ERV). Per 30. Juni 2014 erhöhte der Bundesrat den Kapitalpuffer auf Antrag der SNB von 1 % auf 2 %.<sup>135</sup> Die Banken müssen somit 2 % der risikogewichteten Wohnbauhypotheken mit zusätzlichem hartem Kernkapital (Common Equity Tier 1, CET1; siehe Art. 21 ff. ERV) unterlegen.

Der makroprudenziell motivierte Kapitalpuffer bezweckt, die «Widerstandsfähigkeit des Bankensektors gegenüber den Risiken eines übermässigen Kreditwachstums zu stärken» (Art. 44 Abs. 1 lit. a ERV) und «einem übermässigen Kreditwachstum entgegenzuwirken» (lit. b). Erfahrungswerte bezüglich der Effektivität und Zielgenauigkeit eines zusätzlichen Kapitalpolders sind bislang nur sehr beschränkt vorhanden.<sup>136</sup>

KUTTNER & SHIM<sup>137</sup> kommen aufgrund der Auswertung von Daten aus 57 Ländern zum Schluss, dass makroprudenzielle Massnahmen – abgesehen

<sup>133</sup> Schweizerische Nationalbank, Antizyklischer Kapitalpuffer: Antrag der Schweizerischen Nationalbank und Entscheid des Bundesrates, Medienmitteilung, Zürich, 13. Februar 2013, 1.

<sup>134</sup> Zur Anpassung des antizyklischen Kapitalpuffers konsultiert die SNB die Finma, informiert das Eidgenössische Finanzdepartement und stellt danach dem Bundesrat einen entsprechenden Antrag (Art. 44 Abs. 2 ERV); vgl. Schweizerische Nationalbank, Implementing the countercyclical capital buffer in Switzerland: concretising the Swiss National Bank's role, Bern, Februar 2014, <<http://www.snb.ch/en/mmr/reference/CCB%20communication/source>>, 2.

<sup>135</sup> Schweizerische Nationalbank, Antrag der Schweizerischen Nationalbank auf Erhöhung des antizyklischen Kapitalpuffers, Medienmitteilung, Zürich, 23. Januar 2014.

<sup>136</sup> Für eine empirische Analyse der Entwicklung der Hypothekenpreise nach Aktivierung des antizyklischen Kapitalpuffers siehe den im vorliegenden Tagungsband veröffentlichten Aufsatz von CHRISTOPH BASTEN/CATHÉRINE KOCH, The Counter-Cyclical Capital Buffer of Basel III: Does it affect Mortgage Pricing?, 337–356; bis dato befasste sich die Literatur vorwiegend mit der Frage, aufgrund welcher Indikatoren der Kapitalpuffer aktiviert werden sollte: GANTENBEIN/BADER/KOLP (Fn. 119), 394 f., m. Hw.

<sup>137</sup> KENNETH N. KUTTNER/ILHYOCK SHIM, Can non-interest rate policies stabilise housing markets? Evidence from a panel of 57 economies, Bank for International Settlements (BIS) Working Papers, Basel, November 2013, 26.

von einer Anhebung der Leitzinsen – nicht geeignet sind, eine Stabilisierung des Immobilienmarkts herbeizuführen. Immerhin erhöht das zusätzliche Eigenkapital aber die Widerstandsfähigkeit der Banken im Falle einer Hypothekenkrise.

## 2. *Standesregeln der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg)*

Auf Druck der Bundesbehörden revidierte die SBVg mehrfach die *Richtlinien für die Prüfung, Bewertung und Abwicklung grundpfandgesicherter Kredite*.<sup>138</sup> Zusätzlich wurden die *Richtlinien betreffend Mindestanforderungen bei Hypothekarfinanzierungen* 2012 erlassen und 2014 verschärft.<sup>139</sup> Die beiden Regelwerke wurden von der Finma genehmigt und als aufsichtsrechtlicher Mindeststandard anerkannt.<sup>140</sup>

Die *Richtlinien für die Prüfung, Bewertung und Abwicklung grundpfandgesicherter Kredite* beinhalten qualitative Mindeststandards für das Hypothekarkreditgeschäft von schweizerischen Banken. Diese müssen in bankinternen Regelungen umgesetzt werden (Ziff. 1). Der Kreditentscheid ist aufgrund einer Bonitätsprüfung des Kreditnehmers, des Marktwerts des Grundpfands und aufgrund geregelter interner Prozesse zu fällen (Ziff. 2). Die Tragbarkeit muss langfristig gegeben sein und auf nachhaltigen Einnahmen- und Ausgabenkomponenten beruhen (Ziff. 3). Die Ausgabenkomponenten enthalten einen langfristigen kalkulatorischen Hypothekarzinsatz (Ziff. 3.2), welcher bei den meisten Banken für selbstgenutztes Wohneigentum bei 4–5 %<sup>141</sup> liegt. Nach einer ungeschriebenen Regel der Bankenpraxis sollte der kalkulatorische Zins zusammen mit den anderen nachhaltigen Ausgaben

---

<sup>138</sup> Die totalrevidierte Version vom 29. August 2011 (in Kraft seit 1. Januar 2012 mit Übergangsfrist bis zum 1. Juli 2013) ersetzte die gleichnamige Richtlinie vom 30. Juni 2005; die aktualisierte Version vom 23. Juni 2014 trat am 1. September 2014 in Kraft (Ziff. 11).

<sup>139</sup> In Kraft seit 1. Juli 2012 mit Übergangsfrist von fünf Monaten; Revision vom 23. Juni 2014 in Kraft seit 1. September 2014 (Ziff. 3).

<sup>140</sup> FINMA, Hypothekarfinanzierung: FINMA genehmigt angepasste Selbstregulierung, Medienmitteilung, Bern, 2. Juli 2014.

<sup>141</sup> GANTENBEIN/BADER/KOLP (Fn. 119), 396.

im Normalfall einen Drittel des Einkommens nicht übersteigen.<sup>142</sup> Neu können Zweiteinkommen nur zu den Einkommenskomponenten gezählt werden, wenn Solidarschuldnerschaft besteht (S. 17). Des Weiteren müssen die Grundpfandsicherheiten vorsichtig, systematisch und periodisch beurteilt werden, wobei neu das Niederstwertprinzip<sup>143</sup> vorgeschrieben ist (Ziff. 4.1). Die Bank überwacht im Rahmen ihres Risikomanagements sowohl die einzelnen Kredite als auch das gesamte Hypothekarportfolio (Ziff. 7.1).

Neben diesen qualitativen Selbstregulierungsnormen legen die *Richtlinien betreffend Mindestanforderungen bei Hypothekarfinanzierungen* quantitative Vorgaben für neue Hypotheken fest. Erstens müssen mindestens 10% des Belehnungswerts mit «harten» Eigenmitteln finanziert werden, d.h. diese Mittel dürfen nicht aus dem Guthaben der 2. Säule stammen (Ziff. 2.1). Zweitens ist der Hypothekarkredit innerhalb von 15 Jahren auf  $\frac{2}{3}$  des Belehnungswerts linear zu amortisieren (Ziff. 2.2).

### 3. *Exceptions to Policy (ETP)*

Ein viel diskutiertes Thema<sup>144</sup> sind Kredite, die «von der Bank ausserhalb ihrer bankinternen Regelungen vergeben werden»<sup>145</sup>, namentlich wenn die internen Vorgaben bezüglich Belehnung, Amortisation oder Tragbarkeit nicht erfüllt sind. Solche Kredite werden *Exceptions to Policy* (ETP) genannt. Die Vergabe von ETP-Hypotheken ist gemäss den SBVg-Richtlinien<sup>146</sup> in begründeten, nachvollziehbaren, überprüfbaren und entsprechend dokumentierten Fällen möglich.

---

<sup>142</sup> Vgl. EMCH/RENTZ/ARPAGAUS (Fn. 10), Rz. 1019.

<sup>143</sup> Bei Immobilienkäufen ist «als Belehnungswert der tiefere Wert von Marktwert und Kaufpreis massgeblich» (Ziff. 4.1).

<sup>144</sup> Siehe z. B. MICHAEL SCHÄFER, Im Alter droht die Tragbarkeitslücke, *Neue Zürcher Zeitung* vom 24. Januar 2014, 31; ANDREA MARTEL, Verlagerung statt Ende des Immobilienbooms, *Neue Zürcher Zeitung* vom 7. Juni 2013, 29.

<sup>145</sup> Richtlinien für die Prüfung, Bewertung und Abwicklung grundpfandgesicherter Kredite Ziff. 8, erster Absatz.

<sup>146</sup> Richtlinien für die Prüfung, Bewertung und Abwicklung grundpfandgesicherter Kredite Ziff. 8.

Die Finma<sup>147</sup> und die SNB<sup>148</sup> äusserten sich besorgt über den hohen Anteil<sup>149</sup> von ETP-Geschäften. Fest steht, dass in den letzten Jahren ein bedeutender Anteil der Neuhypotheken als ETP vergeben wurde.<sup>150</sup> Wie erwähnt,<sup>151</sup> kann insbesondere die freizügige Vergabe von Hypothekarkrediten mit einem hohen Ausfallrisiko einen Kredit- und Immobilienzyklus antreiben.<sup>152</sup> Dies hat sich insbesondere bei der US-amerikanischen *Subprime*-Krise gezeigt. Die heutigen Geschäftspraktiken der schweizerischen Hypothekarkreditgeber sind jedoch weit von den damaligen Kreditvergaben in den USA entfernt, als Kredite ohne jegliche Bonitätsprüfung und mit Belehnungsgraden von über 100 % vergeben wurden.<sup>153</sup> Deshalb wäre es rhetorisch überspitzt, von einem schweizerischen *Subprime*-Segment zu sprechen. Banken mit übermässig hohen ETP-Anteilen nehmen jedoch unter systematischer Umgehung der eigenen Standards korrelierte Risikopositionen ein, die durch die internen und externen Revisoren und den Regulator intensiv überwacht werden müssen.

#### 4. *Zusätzliche nachfrageseitige Massnahmen?*

Angeichts der Besorgnis der Bundesbehörden über die Entwicklungen am Hypothekarmarkt ist es denkbar, dass zusätzliche Massnahmen gegen das Wachstum des Hypothekarvolumens ergriffen werden. Mögliche Direktein-

---

<sup>147</sup> FINMA, Jahresbericht 2010, Bern, März 2011, 16 f.

<sup>148</sup> Siehe MARTEL (Fn. 144).

<sup>149</sup> Gemäss einer vom Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsunternehmen KPMG im Jahr 2011 herausgegebenen Studie betrug der Anteil der ETP-Geschäfte bei über 80 % der grösseren Universalbanken zwischen 10 und 20 %, während rund ein Viertel der kleineren und mittleren Regionalbanken einen ETP-Bestand von über 20 % auswies: KPMG (Hrsg.), Immobilien- und Hypothekarmarkt – Quo vadis?, Zürich, 2011, 47.

<sup>150</sup> Dies bestätigen die Umfragewerte in Schweizerische Nationalbank (Fn. 123), 17, wonach bei über 20 % der neu vergebenen Hypotheken der Belehnungsgrad über 80 % beträgt und die Tragbarkeitsschwelle von einem Drittel des Einkommens bei 15 % der neuen Schuldner bereits bei einem Zinssatz von 3 % überschritten würde (vgl. vorn IV.A.). Solche Belehnungen bzw. Tragbarkeitswerte überschreiten die üblichen Vergaberichtlinien deutlich; vgl. EMCH/RENZ/ARPAGAU (Fn. 10), Rz. 1019 ff.

<sup>151</sup> Vorn III.B.

<sup>152</sup> PAVLOV/WACHTER (Fn. 91).

<sup>153</sup> Vgl. vorn II.C.1.



griffe könnten etwa bei Belehnungsgrenzen (*Loan-to-Value Ratios*) oder Verschuldungsgrenzen (*Payment-to-Income Ratios*) ansetzen,<sup>154</sup> z. B. eine Belehnungshöchstgrenze bei Anzeichen einer Überhitzung auf dem Immobilienmarkt oder eine Tragbarkeitsschwelle für einen bestimmten kalkulatorischen Zinssatz.<sup>155</sup> Alternativ oder ergänzend wäre in Zeiten starker Preissteigerungen etwa auch die Vorgabe einer Methode zur Bestimmung des Belehnungswerts mit einem möglichen «Haircut» auf dem zugrunde liegenden Verkehrswert denkbar.<sup>156</sup> Der Bundesrat hat am 2. Juli 2014 mitgeteilt, dass er angesichts der revidierten SBVg-Selbstregulierung vorerst keine weitergehenden Eingriffe als notwendig erachtet.<sup>157</sup>

### C. Steuerliche Bestrafung der Amortisation

In der Schweiz herrscht die tief verwurzelte Auffassung vor, dass eine (Erst-)Hypothek grundsätzlich nicht abgezahlt werden muss.<sup>158</sup> Dies hat nicht etwa kulturelle Gründe – die nicht-hypothekarische Kreditdichte ist vergleichsweise gering –,<sup>159</sup> sondern hängt massgeblich mit dem Steuersystem zusammen: Hypothekarzinsen sind unter dem allgemeinen Schuldzinsabzug von Art. 33 Abs. 1 lit. a DBG bzw. Art. 9 Abs. 2 lit. a StHG abziehbar. Dies

---

<sup>154</sup> Vgl. MARTIN LANZ, Die Schweiz ist reif für eine Immobilienkrise, Neue Zürcher Zeitung vom 16. Januar 2013, 27.

<sup>155</sup> Die Studie von KUTTNER/SHIM (Fn. 137), 26, kommt zum Schluss, dass eine Vorgabe maximaler Belehnungsgrade (*Loan-to-Value Ratios*) zur Bekämpfung exzessiver Kreditvergaben weniger effektiv ist als die Festlegung von Tragbarkeitsgrenzen (*Payment-to-Income Ratios*).

<sup>156</sup> Vgl. GANTENBEIN/BADER/KOLP (Fn. 119), 395.

<sup>157</sup> Der Bundesrat/Eidgenössisches Finanzdepartement (Hrsg.), Bundesrat begrüsst Selbstregulierungsmassnahmen gegen Überhitzung auf dem Hypothekarmarkt, 2. Juli 2014, <<https://www.news.admin.ch/message/index.html?lang=de&msg-id=53647>>.

<sup>158</sup> EMCH/RENZ/ARPAGAU (Fn. 10), Rz. 1027. Seit 2012 verlangen die Standesregeln der SBVg immerhin, dass Zweithypotheken (Belehnungsgrad über  $\frac{2}{3}$ ) innerhalb von 20 Jahren zu amortisieren sind; per 1. September 2014 ist eine lineare Amortisation über 15 Jahre gefordert (vgl. vorn IV.B.2).

<sup>159</sup> Siehe Bundesamt für Statistik (BFS), Wirtschaftliche und soziale Situation der Bevölkerung, Einkommen, Verbrauch und Vermögen, Analysen/Berichte, Verschuldung, <<http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/de/index/themen/20/02/blank/dos/04/02.html>>.

ist keinesfalls zwingend – etwa Frankreich<sup>160</sup> oder Deutschland sehen keine solchen Abzüge vor. Die extensive<sup>161</sup> Abzugsfähigkeit von Hypothekarschuldzinsen hängt politisch mit der Eigenmietwertbesteuerung<sup>162</sup> zusammen,<sup>163</sup> auch wenn der Schuldzinsabzug legislativ unter den allgemeinen Abzügen eingeordnet wurde und vom Gewinnungskostencharakter der Zinsen unabhängig<sup>164</sup> ist. Würde die Eigenmietwertbesteuerung – wie schon oft angestrebt –<sup>165</sup> abgeschafft, wären konsequenterweise auch die Abzüge für

<sup>160</sup> In Frankreich wird jedoch in den ersten fünf Jahren seit Aufnahme einer Hypothek für Kauf oder Bau eines Eigenheims unter gewissen Bedingungen eine Steuergutschrift im Umfang von 20% der Zinsen gewährt: Schweiz. Steuerkonferenz SKK (Hrsg.), Die Besteuerung der Eigenmietwerte, Bern, Juni 2010, 28, Anm. 1.

<sup>161</sup> Art. 33 Abs. 1 lit. a DBG bzw. Art. 9 Abs. 2 lit. a StHG sehen vor, dass Schuldzinsen im Umfang der steuerbaren Vermögenserträge (inkl. Eigenmietwert) und weiterer CHF 50'000 abziehbar sind.

<sup>162</sup> Die Besteuerung eines Mietwerts von selbst genutzten Wohnliegenschaften (Art. 21 Abs. 1 lit. b DBG bzw. Art. 7 Abs. 1 StHG) wird durch das Gebot der Rechtsgleichheit gerechtfertigt: «Der Nutzungswert wird als effektives Naturaleinkommen angerechnet, weil der Steuerpflichtige dadurch, dass er die in seinem Eigentum stehende Liegenschaft zu Wohnzwecken benützt, in den Genuss einer geldwerten wirtschaftlichen Leistung (Wohnraum) gelangt, welche er als unerlässliche Notwendigkeit (Lebensunterhalt) anderweitig als Mieter zu Marktbedingungen (Mietzins) erwerben müsste.» (BGer vom 13. Februar 1998 i.S. Eidgenössische Steuerverwaltung gegen X. und Bundessteuer-Rekurskommission des Kantons Zürich, E. 2b, in: Archiv für schweizerisches Abgaberecht 67 (1998), 709–722). Mit anderen Worten wird das selbstgenutzte Wohneigentum steuersystematisch als Investitionsgut angesehen, woraus der Nutzer ein (Natural-)Einkommen bezieht. Neben den Schuldzinsen (Art. 33 Abs. 1 lit. a DBG bzw. Art. 9 Abs. 2 lit. a StHG) sind aufgrund der Gesamtreineinkommensbesteuerung bzw. des Nettoprinzip (dazu MARKUS REICH, Steuerrecht, 2. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2012, § 10 N 38 ff.) die Unterhaltskosten, Versicherungsprämien und Verwaltungskosten (Art. 32 Abs. 2 DBG; vgl. auch Art. 9 Abs. 1 StHG) abziehbar.

<sup>163</sup> Vgl. HANSUELI SCHÖCHLI, Die sieben Leben des Eigenmietwerts, Neue Zürcher Zeitung vom 28. Mai 2014, 26; vgl. auch die Rechtsvergleichung bei Schweiz. Steuerkonferenz SKK (Fn. 160), 27: Länder mit einer Besteuerung des Eigenmietwerts als Einkommen kennen jeweils auch einen Schuldzinsabzug.

<sup>164</sup> Vgl. VGer ZH, Urteil vom 30. September 1992, in: Steuer Revue 48 (1993), 531–533, 531 f.

<sup>165</sup> In den letzten 15 Jahren hat das Schweizer Stimmvolk drei Vorlagen, welche zumindest einen teilweisen Systemwechsel vorsahen, abgelehnt. Zu den Vorlagen im Einzelnen siehe FABIAN BAUMER, Besteuerung des Wohneigentums: Der Bundesrat nimmt einen neuen Anlauf zur Abschaffung des Eigenmietwerts, Archiv für schweizerisches Abgaberecht 78 (2010), 433–456, 434 f.; zu den Argumenten gegen die Eigenmietwertbesteuerung siehe REICH (Fn. 162), § 13 N 58 ff.

Unterhalt und Hypothekarschuldzinsen nicht mehr zuzulassen bzw. zu reduzieren.<sup>166</sup>

Das bestehende System setzt einen Anreiz gegen die Amortisation der Hypothek: Die Rückzahlung führt dazu, dass weniger Schuldzinsen vom steuerbaren Einkommen abgezogen werden können. Dies trägt zum hohen Hypothekarvolumen bei,<sup>167</sup> welches – wie vorn<sup>168</sup> gezeigt – eine Quelle systemischen Risikos ist.

Durch die Aufhebung oder Einschränkung des Schuldzinsabzugs für Hypotheken könnte der steuerliche Anreiz zur Verschuldung gemildert werden. Möglich wäre ein Systemwechsel mit der Abschaffung der Eigenmietwertbesteuerung einerseits und der Aufhebung der Abzüge für Unterhalt und Schuldzinsen andererseits.<sup>169</sup> Ein solcher Systemwechsel bzw. die Anpassung der Eigenmietwertbesteuerung bleibt aber politisch umstritten und wurde von Volk und Ständen mehrfach verworfen.<sup>170</sup> Ein alternativer Lösungsansatz wäre die Abschaffung des Schuldzinsabzugs für Hypotheken mit gleichzeitiger Reduktion des zu steuernden Eigenmietwerts.<sup>171</sup> Denkbar wäre auch eine degressive Ausgestaltung des Schuldzinsabzugs, so dass der Hypothekarzins nur während der ersten Jahre nach dem Erwerb des Eigenheims fiskalisch privilegiert wäre.<sup>172</sup> Jedenfalls besteht *de lege lata* eine gewisse Anti-

<sup>166</sup> Ausführlich MARIO MORGER, Eigenmietwertbesteuerung: Anreizmechanismen, Verteilungseffekte und finanzielle Auswirkungen verschiedener Reformoptionen, Studie im Auftrag der Eidgenössischen Steuerverwaltung (ESTV), 19. Mai 2014, 23 ff.

<sup>167</sup> Die empirische Studie von KUTTNER/SHIM (Fn. 137), 21, 25 f., belegt, dass Steuererhöhungen bzw. Abzugsreduktionen auf Eigenheimen die Entwicklung des Immobilienmarkts signifikant beeinflussen; vgl. auch FINMA (Fn. 125), 30; Arbeitsgruppe Finanzstabilität (Fn. 88), 7.

<sup>168</sup> Siehe Abschnitt III.

<sup>169</sup> Das Bundesgericht bestätigte, dass ein solcher Systemwechsel unter Einführung ausgleichender Massnahmen mit dem Rechtsgleichheitsgebot zu vereinbaren wäre; BGE 123 II 9 E. 3b, m. w. Hw.

<sup>170</sup> Siehe Fn. 165.

<sup>171</sup> Vgl. den Vorschlag bei MARCO SALVI, Gedopter Immobilienmarkt?, Avenir Suisse, <<http://www.avenir-suisse.ch/36944/gedopter-immobilienmarkt>>, der den Schuldzinsabzug abschaffen und stattdessen einen Schutzzins vom Eigenmietwert abziehen will.

<sup>172</sup> So z. B. die Regelung in Frankreich (siehe Fn. 160). Ähnliches sah die Parlamentarische Initiative 08.527 von Nationalrätin KATHY RIKLIN vor.

nomie, da einerseits die Verschuldung steuerlich incentiviert wird und andererseits das Hypothekengeschäft mit staatlichen Eingriffen gebremst werden soll.

## **D. Personalhaftung vs. reine Realhaftung**

Auch die privatrechtliche Ausgestaltung des Hypothekarkreditverhältnisses kann Anreize setzen und dadurch das Hypothekengeschäft beeinflussen. Eine wichtige Trennlinie verläuft zwischen der Ausgestaltung der Hypothek als grundpfandgesicherte Forderung mit persönlicher Haftung und der reinen Realhaftung<sup>173</sup>. Bei letzterer Variante haftet der Eigentümer des verpfändeten Grundstücks nicht persönlich, sondern ausschliesslich mit seinem Grundstück.

In Europa und in den meisten US-amerikanischen Gliedstaaten herrscht das System der persönlichen Haftung vor. Einige US-Gliedstaaten, darunter auch Kalifornien, sind jedoch sog. *Non-Recourse States*.<sup>174</sup> Unter einem solchen *Non-Recourse*-Regime kann der Kreditnehmer seine Liegenschaft aufgeben und den Schlüssel der Bank zusenden, womit er von seiner Schuld befreit ist (reine Realhaftung). Hierfür hat sich der Begriff «*Jingle Mail*»<sup>175</sup> eingebürgert.

Auch wenn das Konzept der reinen Realhaftung fremd erscheinen mag, existierte mit der Gült bis vor kurzer Zeit ein schweizerisches Instrument mit reiner Realhaftung (Art. 847 Abs. 3 aZGB). Die fehlende persönliche Haftung wurde mit der zusätzlichen Realsicherheit der gesetzlichen Belastungsgrenzen kompensiert (Art. 848 aZGB). Die Gült konnte sich unter anderem

---

<sup>173</sup> Lat. *res*: Sache, Ding.

<sup>174</sup> CAMPBELL (Fn. 109), 11; siehe auch die Tabelle bei ANDRA C. GHENT/MARIANNA KUDLYAK, *Recourse and Residential Mortgage Default: Evidence from US States*, *Review of Financial Studies* 24 (2011), 3139–3186, 3144.

<sup>175</sup> Vgl. PETER LEIBFRIED, *Rechnungslegung und Revision im Schatten der internationalen Finanzkrise*, *Der Schweizer Treuhänder* 86 (2012), 989–992, 990.

wegen der 15-jährigen Kündigungsfrist (Art. 850 Abs. 2 aZGB) in der Bankpraxis nicht durchsetzen<sup>176</sup> und wurde per 1. Januar 2012 abgeschafft.

GHENT & KUDLYAK<sup>177</sup> belegen mit einer Auswertung von US-Hypothekardaten, dass die Ausfallwahrscheinlichkeit von Hypothekarkrediten in Gliedstaaten mit reiner Realhaftung (*Non-Recourse States*) die Ausfallwahrscheinlichkeit in Gliedstaaten mit Personalhaftung (*Recourse States*) je nach Preissegment um bis zu 100% übertrifft. Die These, dass das privatrechtliche Haftungsregime das Verhalten von Hypothekarschuldnern beeinflusst, wird durch eine Studie von GUIZO, SAPIENZA & ZINGALES<sup>178</sup> bekräftigt: Insbesondere bei Schuldnern mit höherem Vermögen führt die reine Realhaftung zu einer deutlich höheren Anzahl von strategischen Entscheidungen zur Nichtzahlung (*Strategic Defaults*). Dies erhöht im Falle von Preisrückgängen im Immobilienmarkt insbesondere bei hohen Belehnungsgraden die Volatilität der Hypothekarportfolios auf den Bankbilanzen. Die fehlende Personalhaftung schafft also Anreize zur leichtfertigen Aufnahme einer Hypothek und erhöht in einer Immobilienkrise die Kreditausfälle der Banken. Unter dem Gesichtspunkt der Finanzstabilität ist es deshalb zu begrüßen, dass in europäischen Ländern das Personalhaftungsregime vorherrscht.

## E. Verbriefung von Hypothekarforderungen

### 1. Verbriefungsboom der 2000er-Jahre

Als Verbriefung (*Securitisation*) wird die Kommerzialisierung von zukünftigen Einnahmeströmen durch Emission von kapitalmarktfähigen Wertpapieren oder Wertrechten bezeichnet.<sup>179</sup> Auf diese Weise können beispielsweise

---

<sup>176</sup> EMCH/RENTZ/ARPAGAU (Fn. 10), Rz. 994.

<sup>177</sup> GHENT/KUDLYAK (Fn. 174), 3149 ff., 3175 und 3177; die teilweise vertretene These, dass unter der Personalhaftung die Obligation ohnehin nicht durchgesetzt werde und das Haftungsregime deshalb keine Rolle spiele, wird dabei entkräftet.

<sup>178</sup> LUIGI GUIZO/PAOLA SAPIENZA/LUIGI ZINGALES, *The Determinants of Attitudes toward Strategic Default on Mortgages*, *The Journal of Finance* 68 (2013), 1473–1515.

<sup>179</sup> Vgl. EMCH/RENTZ/ARPAGAU (Fn. 10), Rz. 894; PETER NOBEL, *Schweizerisches Finanzmarktrecht und internationale Standards*, 3. Aufl., Bern 2010, § 14 N 31.

Kreditkartenforderungen, Leasinggebühren oder Hypothekarforderungen in eine handelbare Form gebracht werden.<sup>180</sup> Die Emission von derartigen forderungsbesicherten Wertpapieren und -rechten (sog. *Asset-backed Securities* oder ABS) mit anschliessender Strukturierung von ABS-Tranchen in sog. *Collateralized Debt Obligations* (CDO)<sup>181</sup> nahm im vergangenen Jahrzehnt markant zu und erreichte im Jahr 2006 mit einem globalen CDO-Emissionsvolumen von USD 521 Mia. ihren Höhepunkt. Mitte 2007 nahm der Verbriefungsboom ein abruptes Ende: Während der Finanzkrise fiel das Emissionsvolumen auf unter USD 5 Mia. jährlich. Danach stieg es bis im Jahr 2013 wieder auf rund USD 90 Mia an.<sup>182</sup>

## 2. Schweizerisches Pfandbriefwesen

Auch schweizerische Hypothekarforderungen werden verbrieft. Der Gesetzgeber sieht hierfür den Pfandbrief vor, der im Pfandbriefgesetz vom 25. Juni 1930 (PfG) relativ dicht geregelt wird.<sup>183</sup> Der Pfandbrief hat zum Zweck, «dem Grundeigentümer langfristige Grundpfanddarlehen zu möglichst gleichbleibendem und billigem Zinsfusse zu vermitteln» (Art. 1 Abs. 1 PfG).<sup>184</sup> Die Forderungen sind dabei durch eine lückenlose Kette von Registerpfandrechten gesichert,<sup>185</sup> so dass der Inhaber des Pfandbriefs neben den zwischengeschalteten Finanzinstituten auch auf den Wert der Immobilien

---

<sup>180</sup> Vgl. JOHANNES A. BÜRGI/ELISABETH MOSKRIC, Pfandbriefbasierte Kreditfinanzierungen, in: Emmenegger (Hrsg.), Schweizerische Bankrechtstagung 2010: Kreditrecht, Basel 2010, 103–136, 110 f.

<sup>181</sup> Dabei konnten auch Tranchen von CDO in weiteren CDO strukturiert werden (sog. *CDO-squared*); vgl. MARKHAM (Fn. 64), 402.

<sup>182</sup> Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), Global CDO Issuance and Outstanding, Version vom 10. Juli 2014, <<http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>>.

<sup>183</sup> Zu den Pfandbriefregelungen anderer europäischer Länder siehe Europäischer Hypothekenverband (Hrsg.), Die Hypothekenbanken und der Pfandbrief in Europa, 3. Aufl., Baden-Baden 2001.

<sup>184</sup> Vgl. Botschaft vom 14. Dezember 1925 zum Entwurf eines Bundesgesetzes über die Ausgabe von Pfandbriefen, BBl 1925, Bd. III, 527–579, 530: «Den Hypothekarschuldern soll in möglichst grossem Umfange möglichst billiges Geld auf möglichst lange Frist verschafft werden.»

<sup>185</sup> Siehe NOBEL (Fn. 179), § 14 N 6 ff., mit Illustration.

greifen kann. Es dürfen nur Grundpfänder an inländischen Immobilien verwendet werden (Art. 19 Abs. 2 PfG). Dabei ist die Belehnung der Immobilien auf  $\frac{2}{3}$  eines vorsichtig zu ermittelnden Verkehrswerts begrenzt (Art. 33 i. V. m. Art. 34 Ziff. 2 PfG). Die Pfandbriefe gelten deshalb als «langweilig, aber mündelsicher»<sup>186</sup> – seit über 80 Jahren ist es nicht zu Ausfällen gekommen.<sup>187</sup> Mit Darlehen im Umfang von über CHF 80 Mia.<sup>188</sup> machen die Pfandbriefdarlehen knapp einen Zehntel des schweizerischen Hypothekarkapitals aus.

### 3. *Pfandbriefe und verbrieft US-Hypothekarforderungen in der globalen Finanzkrise*

Die Verbriefung von Hypothekarforderungen in *Mortgage-backed Securities* (MBS)<sup>189</sup> mit anschliessender Strukturierung als CDO trug – zusammen mit der Verbreitung von Derivaten wie *Credit Default Swaps* (CDS) – massgeblich zur globalen Ausweitung der *Subprime*-Krise bei.<sup>190</sup> In der öffentlichen Diskussion wurde der «zerstörerische Einfallsreichtum»<sup>191</sup> dieser Verbriefungen getadelt, weil sie falsche Anreize gesetzt<sup>192</sup> und die niedrigen Vergabestandards bzw. die geringe Qualität der Hypothekarforderungen verschleierte<sup>193</sup> hätten.

<sup>186</sup> URSULA NÖTZLI, Langweilig, aber mündelsicher, Neue Zürcher Zeitung vom 19. Juni 2006, 22.

<sup>187</sup> ANNE-BARBARA LUFT, Solide wie die Schweizer Alpen, Neue Zürcher Zeitung vom 10. Juni 2013, 29.

<sup>188</sup> Schweizerische Nationalbank (Fn. 6), 17.

<sup>189</sup> Zum Aufbau einer MBS im Einzelnen siehe NOBEL (Fn. 179), § 14 N 31 ff.

<sup>190</sup> Siehe Abschnitt II.C.2.

<sup>191</sup> JAGDISH BHAGWATI, Zerstörerischer Einfallsreichtum, Neue Zürcher Zeitung am Sonntag vom 27. September 2009, 44.

<sup>192</sup> Namentlich durch das sog. *Originate-to-distribute*-System; vgl. sogleich IV.E.4.

<sup>193</sup> Vgl. GERARDI/LEHNERT/SHERLUND/WILLEN (Fn. 69), 75 ff.; zum Ganzen auch PATRICIA MCCOY/ANDREY PAVLOV/SUSAN WACHTER, Systemic Risk Through Securitization: The Result of Deregulation and Regulatory Failure, Connecticut Law Review 41 (2009), 493–541, insb. 535 ff., die unter anderem von mangelhafter Preisbildung aufgrund fehlender *Short-Selling*-Mechanismen sprechen.

Auf dem Höhepunkt der globalen Finanzkrise im September 2008 kam es, wie vorn<sup>194</sup> beschrieben, zu einem Liquiditätsschock auf dem Interbankemarkt. Aufgrund der Unbewertbarkeit der komplexen Verbriefungen und des dadurch ungewissen Gegenparteirisikos (sog. Knightsche Unsicherheit<sup>195</sup>) fand kein ausreichender Liquiditätstransfer mehr statt. Mit den sog. Limmat-Transaktionen wurde in der Schweiz eine Refinanzierungslösung durch Ausgabe von Pfandbriefen gefunden. Unter Mitwirkung der SNB und der Finma konnten flüssige Mittel von der ZKB, der PostFinance und den Raiffeisenbanken auf die liquiditätsbedürftigen Grossbanken übertragen werden.<sup>196</sup> Die Kreditgeber erlangten durch die Pfandbriefe eine erhöhte Sicherheit, die herkömmliche Interbankenkredite nicht bieten konnten.<sup>197</sup> Dank der Verbriefung wurden die nicht standardisierten und damit nicht handelbaren Hypotheken liquid gemacht. Das Pfandbriefgesetz bot dabei den notwendigen institutionellen Rahmen, um die folgenschwere «Illiquidität ganzer Märkte»<sup>198</sup> zu entschärfen.

#### 4. Grundregel: «Skin in the Game»

Es hat sich gezeigt, dass Verbriefungen von US-Hypotheken die globale Finanzkrise mitverursacht haben, während die als sicher angesehenen schweizerischen Pfandbriefe zur Lösung beitrugen. Die konservativen Belehnungsgrenzen und das straffe gesetzliche Korsett des Pfandbriefs leisteten hierzu sicherlich einen Beitrag. Der massgebliche Unterschied zwischen MBS und Pfandbriefen liegt aber im Risikotransfer: Währenddem das Risiko bei den MBS in ein separates Gefäss mit beschränkter Haftung (*Special Purpose Vehicle*) ausgelagert wurde und der Hypothekenvermittler bzw. die Verbriefungsbank nicht mehr haftbar waren (sog. *Originate-to-distribute*

---

<sup>194</sup> Siehe Abschnitt II.C.2.

<sup>195</sup> Vgl. Fn. 82.

<sup>196</sup> THOMAS J. JORDAN, Mit einem Traditionsinstrument gegen die Kreditklemme, Neue Zürcher Zeitung vom 27. Februar 2009, 25; zur Vorgehensweise im Einzelnen siehe BÜRGI/MOSKRIC (Fn. 180), 112 f., mit Illustration.

<sup>197</sup> JORDAN (Fn. 196).

<sup>198</sup> FINMA (Fn. 65), 11.



System), bleiben die Hypotheken und deren Risiken beim Pfandbrief in den Bankbilanzen. Mit anderen Worten haben die HypothekARBANKEN beim Pfandbrief *«Skin in the Game»*. In diesem System haben die Banken im Gegensatz zu den *Originators* von MBS keinen Anreiz, bloss das HypothekARVOLUMEN zu maximieren und gleichzeitig die Qualität zu vernachlässigen.<sup>199</sup>

Es überrascht nicht, dass die Regulierungsvorstösse nach der Finanzkrise das *Skin-in-the-Game*-Prinzip verwirklichen wollen. MBS und ähnliche Instrumente sollen nur noch ausgegeben werden können, wenn der *Originator* – also die Verbriefungsbank – zumindest gegenüber einem Teil der verbrieften Risiken exponiert bleibt.<sup>200</sup> Die fehlende Haftung, die im *Originate-to-Distribute*-System unweigerlich zu *Moral Hazard* führt, wird dadurch hergestellt.

Die Regulatoren streben indes nicht danach, die nach der Finanzkrise stigmatisierte *Securitisation* allzu stark einzuschränken. Der Risiko- bzw. Liquiditätstransfer durch die Verbriefung ursprünglich nicht handelbarer Aktiven wird als wohlfahrtsökonomisch sinnvoll angesehen. In den Worten von ANDY HALDANE<sup>201</sup>: *Securitisation «[can] airlift assets off the balance sheets of banks, freeing up capital, and airlift them on to the balance sheets of real-money investors»*. Die neuerliche Zunahme an Verbriefungen wird deshalb insbesondere von europäischen Regulatoren begrüsst.<sup>202</sup>

---

<sup>199</sup> Vgl. THOMAS J. JORDAN, Finanzierung von Hypotheken: Pfandbriefe und Verbriefungen im Lichte der Finanzkrise, Transkript zum Vortrag an der Generalversammlung der Pfandbriefbank Schweizerischer HypothekARINSTITUTE, Zofingen, 15. Mai 2008, 9 ff.

<sup>200</sup> The Economist, Securitisation: It's back, 11. Januar 2014 (Online-Archiv, <<http://www.economist.com>>).

<sup>201</sup> ANDY HALDANE, zitiert in: SAM FLEMING, BoE policy maker backs 'bogeyman' of bundled debt, Financial Times vom 10. Dezember 2013 (Online-Archiv, <<http://www.ft.com>>).

<sup>202</sup> The Economist, Back from the dead, 11. Januar 2014 (Online-Archiv, <<http://www.economist.com>>); JACQUES DE LAROSIÈRE, Securitised debt could give Europe's economy the kiss of life, Financial Times vom 22. April 2014, 11; vgl. auch JORDAN (Fn. 199), 11.

## V. Zusammenfassung und Schlussbemerkungen

Die Krisen in der Schweiz, in Japan und in den USA haben gezeigt, dass das Hypothekengeschäft eine Quelle systemischen Risikos ist. Steigende Immobilienpreise wurden während einer Tiefzinsperiode durch freizügige Kreditvergabe weiter in die Höhe getrieben. Nach einer Zinserhöhung kam es zu einer Trendwende auf dem Immobilienmarkt: Fallende Grundstückspreise hatten bei den Banken hohe Abschreibungen aufgrund von Kredit- und Pfandausfällen zur Folge. Dadurch gerieten die Bankbilanzen unter Druck. Die dadurch entfachte Bankenkrise ging jeweils mit einer erheblich verringerten Leistung der Realwirtschaft einher.

Zu beobachten war dabei der *Refinancing Ratchet Effect* («Sperrklinkeneffekt»): In Perioden steigender Immobilienpreise und tiefer Zinsen verschuldeten sich Hypothekarkreditnehmer stark. Dieser *Leverage* konnte aufgrund der Unteilbarkeit und Illiquidität des Eigenheims nicht mehr rückgängig gemacht werden, als die Zinsen stiegen und die Immobilienpreise fielen. Der Mechanismus führte nicht nur zu langfristig ungünstigen Entscheidungen der Privathaushalte, sondern aufgrund der zeitlichen Korrelation der einzelnen Kredit- und Pfandausfälle auch zu Bankenkrisen. Der Sperrklinkeneffekt des Hypothekengeschäfts steht somit in einem unmittelbaren Zusammenhang zur Finanzstabilität.

Bundesrat, SNB und Finma sind über aktuelle «Ungleichgewichte am Hypothekar- und Immobilienmarkt» besorgt. Die Bundesbehörden sind der Ansicht, dass die Banken über ein zu riskantes Hypothekarportfolio verfügen und das Wachstum des Kreditvolumens im aktuellen Tiefzinsumfeld gebremst werden sollte. Mit der Aktivierung und Erhöhung des antizyklischen Kapitalpuffers wurde eine makroprudenzielle Massnahme ergriffen, deren Effektivität und Zielgenauigkeit noch genauer untersucht werden muss. Nachfrageseitig wurde auf Druck der Bundesbehörden die Selbstregulierung der Finanzbranche mehrfach verschärft. Begrüssenswert sind die neuen quantitativen Selbstregulierungsvorschriften der SBVg, welche die Pflicht zur linearen Amortisation von Zweithypotheken über 15 Jahre vorsehen. Damit wird der Bestand von Krediten mit hohem Belehnungsgrad (*Loan-to-*

*Value Ratio*) reduziert. Ferner sind 10 % «hartes» Eigenkapital gefordert, was auch unter dem Gesichtspunkt der sicheren Altersvorsorge positiv zu bewerten ist.

Die nahe Zukunft wird zeigen, ob die von der Finma als Mindeststandard anerkannten SBVg-Standesregeln zur gewünschten Risikominderung im Hypothekengeschäft genügen. Etwaige weitere Massnahmen sollten vermehrt den Aspekt der Tragbarkeit berücksichtigen: Objektive Kriterien zur Bemessung der Haushaltseinnahmen kombiniert mit bestimmten kalkulatorischen Zins- und Kostensätzen stellen sicher, dass die langfristige Tragbarkeit im Normalfall gegeben ist und dass es nicht zu massenhaften, korrelierten Kreditausfällen kommt. Die Empirie<sup>203</sup> scheint zu bestätigen, dass Tragbarkeitsregeln effektiver sind als Belehnungsgrenzen.

Den Massnahmen auf dem Hypothekenmarkt steht die steuerliche Abzugsmöglichkeit von Schuldzinsen gegenüber. Durch den Schuldzinsabzug, der politisch mit dem System der Eigenmietwertbesteuerung verknüpft ist, entsteht ein starker Anreiz gegen die Amortisation der Hypothek. Dies hat in der Schweiz zur weit verbreiteten Auffassung geführt, dass (Erst-)Hypotheken grundsätzlich nicht abzuzahlen sind. Zwischen dem Steuersystem und den Massnahmen zur Bekämpfung des hohen Hypothekarvolumens besteht also eine gewisse Antinomie.

Die Verbriefung (*Securitisation*) von Hypothekarkrediten, deren «zerstörerischer Einfallstreue» in der globalen Finanzkrise kritisiert wurde, ist wieder auf dem Vormarsch. Diese Mobilisierung heterogener Cashflows wird insbesondere von europäischen Regulatoren begrüsst. Auch wenn sie durch eine Verringerung korrelierter Risiken in den Bankbilanzen einen Beitrag zur Minderung des systemischen Risikos leisten können, sind Verbriefungen kein Allheilmittel. Insbesondere bei wenig diversifizierten, lokal tätigen Banken werden Hypothekarkredite trotz der Möglichkeit der Verbriefung auch in Zukunft einen wesentlichen Bestandteil der Aktiva ausmachen.

---

<sup>203</sup> Siehe Fn. 155.

Schliesslich ist zu erwähnen, dass mögliche künftige Änderungen im Rechtssystem, die Angebot und Nachfrage auf dem Immobilien- und Hypothekenmarkt beeinflussen, nicht nur durch die Finanzstabilität motiviert sind. Beispielsweise kann der Anreiz, die Hypothek über die Dauer des Erwerbslebens nicht zu amortisieren, Tragbarkeitslücken verursachen. Insbesondere beim verringerten Einkommen des Altersruhestands wirkt der *Leverage* einer nicht amortisierten Hypothek als Gegenteil einer Versicherung. Gehen Mittel aus der 2. Säule verloren, kann ein Bedarf nach Ergänzungsleistungen entstehen, was die staatlichen Sozialwerke belastet. Aus diesem Grund beabsichtigt der Bundesrat, den Kapitalvorbezug aus dem obligatorischen Teil der 2. Säule abzuschaffen.<sup>204</sup>

Auf jeden Fall zu begrüssen ist die öffentliche Diskussion über die Entwicklung des Immobilien- und Hypothekenmarkts, welche in den letzten Jahren geführt wurde und immer noch andauert: Sie trägt dazu bei, dass Hypothekarkreditnehmer sich der Problematik eines starken Zinsanstiegs bewusst sind und vermehrt über die Tragbarkeit ihrer Hypothek reflektieren.

---

<sup>204</sup> SIMON GEMPERLI, Kein Kapitalbezug mehr im BVG-Obligatorium, Neue Zürcher Zeitung vom 26. Juni 2014, 11. Ebenfalls aufgelebt ist die Debatte um die vormalis totesagte «Lex Koller»: Vor dem Hintergrund steigender Immobilienpreise forderten zwei Motionen die Verschärfung der Erwerbsbeschränkungen für Ausländer. Angestrebt wurde eine Bewilligungspflicht für den Erwerb von gewerblich genutzten Immobilien (Motion 13.3975) sowie von börsenkotierten Immobilienanlagen (Motion 13.3976, beide vom 27. September 2013) durch Ausländer. Die Vorstösse wurden vom Ständerat abgelehnt (AmtlBull SR 2014 402), womit eine Verschärfung der Erwerbsbeschränkungen vorerst nicht mehr aktuell ist.